

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE DE DIREITO**

**RESCISÃO PARCIAL E FECHAMENTO DE CAPITAL: CRITÉRIOS NA  
AVALIAÇÃO DO FUNDO DE COMÉRCIO**

**GABRIEL PINTO DE SOUSA ALMEIDA**

**Rio De Janeiro**

**2024**

**GABRIEL PINTO DE SOUSA ALMEIDA**

**RESCISÃO PARCIAL E FECHAMENTO DE CAPITAL: CRITÉRIOS NA  
AVALIAÇÃO DO FUNDO DE COMÉRCIO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para a obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim**.

**Rio de Janeiro**

**2024**

## CIP - Catalogação na Publicação

A118r Almeida, Gabriel Pinto de Sousa  
Rescisão Parcial e Fechamento de Capital:  
critérios na avaliação do Fundo de Comércio /  
Gabriel Pinto de Sousa Almeida. -- Rio de Janeiro,  
2024.  
60 f.

Orientador: João Marcelo de Lima Assafim.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2024.

1. Direito Empresarial. 2. Rescisão Parcial. 3.  
Aviamento. 4. Fundo de Comércio. 5. Balanço Especial  
de Determinação. I. Assafim, João Marcelo de Lima,  
orient. II. Título.

**GABRIEL PINTO DE SOUSA ALMEIDA**

**RESCISÃO PARCIAL E FECHAMENTO DE CAPITAL: CRITÉRIOS NA  
AVALIAÇÃO DO FUNDO DE COMÉRCIO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para a obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim**.

Data da Aprovação: 08/07/2024.

Banca Examinadora:

João Marcelo de Lima Assafim  
Orientador

Enzo Baiocchi  
Membro da Banca

**Rio de Janeiro**

**2024**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos os amigos e familiares que me apoiaram e incentivaram nessa caminhada de aprendizado e de construção. Nutrir um ambiente social e familiar saudável é o primeiro passo para abrir espaço à criatividade e à construção de raciocínios consistentes. Portanto, obrigado.

Especialmente, faço menção aos meus dois pais, Manuel e Chrys, e à minha mãe, Elaine, que me deram vida e sempre se fizeram presentes. Sou extremamente grato pelo que fizeram para que eu pudesse, no dia de hoje, apresentar este trabalho do qual tanto me orgulho.

Quero agradecer, também, aos meus colegas de trabalho do escritório Wald Advogados por plantarem e cultivarem dentro de mim valores bastante caros, como o da companhia, da pontualidade, da organização e do trabalho em equipe. Com vocês, tudo se faz possível.

Guardo esse espaço para saudar todos os professores que passaram pelas minhas grades horárias e que, de alguma forma, intensificaram a minha relação com o Direito. Agradeço, também, àqueles com os quais não tive a oportunidade de dividir a sala. Afinal, a docência se faz presente em todas as instâncias da vida.

Nesse ensejo, abro um parêntese ao meu querido orientador, João Marcelo de Lima Assafim, para singularizá-lo nesta página.

Obrigado, professor, por todos os momentos vividos na construção deste trabalho. Obrigado por estar comigo e abrir espaço para que isso fosse possível. Para além disso, agradeço por catalisar em mim o pensamento crítico, mesmo antes do início do trabalho. Agradeço por me mostrar a beleza da pesquisa e do questionamento e a relevância social que ela pode vir a ter. Afinal, nas palavras do sr., “o papel do pesquisador é mudar o mundo”.

Por fim, à Nacional de Direito, que se fez um lar.

Obrigado.

**ALMEIDA**, Gabriel Pinto de Sousa. Rescisão Parcial e Fechamento de Capital: a interseção metodológica na avaliação do Fundo de Comércio. 2024. Monografia (Graduação em Direito). Universidade Federal do Rio de Janeiro.

## **RESUMO**

O presente trabalho de monografia, intitulado “Rescisão Parcial e Fechamento de Capital: a interseção metodológica na avaliação do fundo de comércio”, tem por objetivo traçar um paralelo, por meio do método analógico, entre os institutos da rescisão parcial na Sociedade Ltda e o fechamento de capital na S.A no que tange a avaliação do fundo de comércio nessas situações jurídicas. Os meios utilizados para atingir tal objetivo foram: revisão bibliográfica e pesquisas jurisprudencial e legislativa. A situação problema consiste na controvérsia entre sócios por advento da dissolução parcial relativamente ao valor a que deverá fazer jus o sócio retirante em desfavor ou a favor da sociedade em dissolução (parcial). Deste corte epistemológico, a hipótese de resposta provisória ao r. problema foi delimitada a partir do direito positivo, especialmente os seguintes dispositivos: art.1.031, CC; art. 606, CPC e art. 4º, par 4º LSA. Enquanto o Código Civil e o Código de Processo Civil têm os r. artigos para disciplinar a matéria, propondo a utilização do Balanço Especial de Determinação, a Lei 10.303/2001 introduziu na LSA o artigo 4º, §4º, propondo métodos contábeis a fim de se encontrar um “preço justo”. Ainda assim, permanecem as controvérsias quanto aos métodos.

**Palavras-Chave:** Direito Comercial; Direito Societário; Rescisão Parcial; Lei das Sociedade por Ações; Goodwill; Balanço Especial de Determinação

**ALMEIDA**, Gabriel Pinto de Sousa. Rescisão Parcial e Fechamento de Capital: a interseção metodológica na avaliação do Fundo de Comércio. 2024. Monografia (Bachelor of Laws). Federal University of Rio de Janeiro.

### **ABSTRACT**

The present bachelor's thesis, entitled "Partial Liquidation and Delisting: the Methodological Intersection in the Valuation of Goodwill", aims to draw a parallel, through the deductive method between the institutes of partial liquidation in the limited liability company and the delisting in the corporation (sociedade anônima) about the assessment of goodwill in these legal situations. The means used to achieve this objective were: through case law and bibliographical as well as legislative research. The problem consists of the controversy among shareholders due to the partial liquidation regarding the amount the withdrawing shareholder should be entitled to the disadvantage or in favor of the company undergoing (partial) liquidation. From this epistemological perspective, the hypothesis of a provisional answer to our problem was delimited from positive law, especially the following provisions: art.1.031, CC; art. 606, CPC and art. 4th, par 4th LSA. While the Civil Code and the Civil Procedure Code have r. articles to regulate the matter, proposing the use of the Special Determination Balance, Law 10,303/2001 introduced article 4, §4º into the LSA, proposing accounting methods to find a "fair price". Still, controversies regarding the methods remain.

**Key words:** Commercial Law; Corporate Law; Partial Liquidation; Brazilian Corporate Law; Goodwill. Special Determination Balance Sheet

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>1</b>	<b>PRECEDENTES .....</b>	<b>10</b>
<b>1.1</b>	<b>Aviamento ou Goodwill .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2</b>	<b>Dissolução de Sociedade Ltda.....</b>	<b>14</b>
<b>1.3</b>	<b>Fechamento de Capital .....</b>	<b>16</b>
<b>2</b>	<b>ASPECTOS SOCIOECONÔMICOS.....</b>	<b>19</b>
<b>2.1</b>	<b>Ponto comercial .....</b>	<b>20</b>
<b>2.2</b>	<b>Nome empresarial.....</b>	<b>21</b>
<b>2.3</b>	<b>Título do estabelecimento .....</b>	<b>21</b>
<b>2.4</b>	<b>Propriedade Industrial .....</b>	<b>21</b>
<b>2.5</b>	<b>Desenhos Industriais .....</b>	<b>22</b>
<b>2.6</b>	<b>Marcas .....</b>	<b>22</b>
<b>2.7</b>	<b>Indicação Geográfica.....</b>	<b>22</b>
<b>2.8</b>	<b>Pronunciamento Técnico 04 – Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – Ativos Intangíveis.....</b>	<b>22</b>
<b>3</b>	<b>SISTEMA PÁTRIO .....</b>	<b>25</b>
<b>3.1</b>	<b>Patrimônio Líquido Contábil .....</b>	<b>27</b>
<b>3.2</b>	<b>Comparação por Múltiplos .....</b>	<b>28</b>
<b>3.3</b>	<b>Fluxo de Caixa Descontado .....</b>	<b>29</b>
<b>3.4</b>	<b>Jurisprudência .....</b>	<b>33</b>
<b>4</b>	<b>A CONTROVÉRSIA ENTRE SÓCIOS NA AVALIAÇÃO DO FUNDO DE COMÉRCIO.....</b>	<b>37</b>
<b>4.1</b>	<b>Semp Tohiba .....</b>	<b>37</b>
<b>4.2</b>	<b>Pin S.A.....</b>	<b>42</b>
<b>4.3</b>	<b>Copacabana Palace .....</b>	<b>44</b>
<b>4.4</b>	<b>Galcorr .....</b>	<b>46</b>
<b>4.5</b>	<b>Dell.....</b>	<b>48</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>50</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>56</b>



## INTRODUÇÃO

O presente trabalho, é intitulado “Rescisão Parcial e Fechamento de Capital: a interseção metodológica na avaliação do fundo de comércio”, no âmbito do tema geral do Direito Comercial cujo objeto de pesquisa é o Direito Societário.

A situação problema consiste na controvérsia entre sócios por advento da dissolução parcial relativamente ao valor a que deverá fazer jus o sócio retirante em desfavor ou a favor da sociedade em dissolução (parcial).

A partir deste corte epistemológico, a hipótese de resposta provisória ao r. problema foi delimitada a partir do direito positivo, especialmente os seguintes dispositivos: art.1.031, CC<sup>1</sup>; art. 606, CPC<sup>2</sup> e art. 4º, par 4º LSA<sup>3</sup>.

Aqui, serão esmiuçados os métodos de cálculo aplicáveis na emissão do Balanço Especial de Determinação.

Sabe-se que, nas hipóteses de dissolução parcial de sociedade, deve-se apurar os haveres devidos aos sócios retirantes de maneira a retratar a sua quota-parte real naquela sociedade. Porém, na vida prática, existem diversos fatores que tornam tal processo litigioso e demorado.

É possível que os métodos de cálculo sejam utilizados pelos sócios remanescentes de maneira a prejudicar os sócios retirantes, tendo em vista não ser a lei taxativa quanto a eles.

Embora o art. 1.031 do Código Civil traga a figura do Balanço especial de Determinação para tal situação jurídica, ainda sim se mantém o problema contábil em razão de coexistirem diversos modos de fazê-lo. (Brasil, 2002)

Em reforço a esse dispositivo, o Código de Processo Civil (Brasil, 2015) cita o balanço especialmente levantado, em seu artigo 606, com a seguinte redação: “Em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação (...)”

Para além disso, como se mostrará, a desconsideração de bens intangíveis, que, quando autóctones, não figuram no balanço e que, muitas vezes, representam valor relevante no montante a ser partilhado, também é fonte de discussão.

Assim, de maneira analógica, ampliando o olhar sobre o direito mercantil, percebe-se que, na vida útil das Sociedades Anônimas, tal problemática também se faz presente.

---

<sup>1</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

<sup>2</sup> BRASIL. Senado Federal. Secretaria de Editoração e Publicações. Publicação: 2015, 255 p. Código de Processo Civil.

<sup>3</sup> BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

Enquanto as Sociedades Ltda têm o Código Civil para tentar tratar de suas dissoluções, a Lei das S.A. cuida, em seu art. 4º, § 4º, do fechamento de capital, trazendo como solução contábil para este evento o “preço justo” (Brasil, 1976). A noção consagra o equilíbrio socioeconômico das prestações.

Porém, os métodos trazidos no artigo citado, tal qual na situação de dissolução parcial de sociedade Ltda., são variados e permitem um uso aos controladores de acordo com sua conveniência, ainda desconsiderando bens intangíveis bastante relevantes no valor final da sociedade.

A justificativa socioeconômica para a existência dessa pesquisa está na relevância, seja para os sócios minoritários de uma S.A, seja para os sócios retirantes de uma Sociedade Ltda., de que o método contábil utilizado na avaliação da empresa seja o mais adequado à situação econômica dela e que não siga apenas os anseios do controlador.

Aqui, pretende-se mostrar a relevância de avaliar os bens intangíveis, como o Aviamento, a Marca, o Nome etc., a fim de que tais elementos entrem na conta final dos haveres e os sócios ou acionistas não recebam sua quota-parte de maneira descontada.

Assim, o objetivo ao qual se propõe este trabalho, essencialmente, é demonstrar que, por meio do Balanço Especial de Determinação, contabilizando, tanto os bens materiais, quanto os bens imateriais da Sociedade, é possível se encontrar, na S.A., o “preço justo” e, na Ltda., o valor real dos haveres.

Dessa forma, seja na apuração de haveres, seja no fechamento de capital, a utilização do Balanço Especial de Determinação, levantado de maneira criteriosa pelos avaliadores, se mostra uma forma profícua a coibir abusos dos controladores e, portanto, impedindo o enriquecimento ilícito da sociedade em detrimento dos minoritários ou dos sócios remanescentes.

Quando utilizados os métodos de maneira a desconsiderar os bens imateriais ou por meio de métodos de cálculo inadequados, a avaliação se torna tendenciosa e deixa de cumprir o papel a que ela se propõe, que é a busca pelo valor justo.

Diante dessa problemática, inicialmente, elenca-se os precedentes que deram luz ao tema.

Passada essa exposição, no capítulo 3, será introduzida a perspectiva socioeconômica do trabalho. Ou seja, será esmiuçado o que se chama de “Balanço especial de determinação” e elencados os bens relevantes para a avaliação.

Já no 4º capítulo, o trabalho caminhará com enfoque no tema para o sistema brasileiro e a forma com que o Brasil enfrenta essa problemática societária de avaliação dos haveres e do

fechamento de capital na sociedade anônima, dispondo de casos concretos e entendimentos jurisprudenciais sobre o tema.

No último parágrafo, por fim, apresento a conclusão do trabalho demonstrando a relevância desse tema e a importância de se haver uma maior observância deste, na medida em que, a depender do que se avalia e de como se avalia, o resultado pode ser levado da terra aos céus.

Em relação à metodologia de pesquisa, as questões doutrinárias foram buscadas em diversos manuais de direito empresarial, livros de perícia contábil e de contabilidade.

Em relação à pesquisa jurisprudencial, expõe-se aqui diversos julgados do STJ e dos diversos Tribunais de Justiça do país, além de trazer, também, Súmula do STF bastante relevante ao tema.

Importante ressaltar o Tribunal de São Paulo, que conta com um volume maior de julgados sobre o tema em relação aos outros estados.

## 1 PRECEDENTES

Quando se pretende avaliar uma S.A. ou uma Ltda., em princípio, deve-se definir o objeto que se avalia e seus componentes.

O Código Civil de 2002 estabeleceu, em seu artigo 1.142, a seguinte definição para estabelecimento empresarial: “Considera-se estabelecimento todo complexo de bens organizado, para o exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária.”

O professor Sérgio Campinho define estabelecimento<sup>4</sup> como “o complexo de bens, disposto segundo a vontade do empresário individual ou da sociedade empresária, que lhes serve de instrumento de realização de sua empresa.”

Embora adotemos a designação apenas de “estabelecimento” ou “estabelecimento empresarial”, outras nomenclaturas como “fundo de comércio”, de inspiração francesa, ou “azienda”, trazida da Itália, também são comumente encontradas nos livros. (Campinho, 2024)

Relevante se faz diferenciar o fundo de comércio do patrimônio.

O fundo de comércio não constitui todo o patrimônio, mas é parte ou parcela do patrimônio do empresário.

A empresa, que é o exercício da atividade organizada pelo empresário, conta com vários outros elementos patrimoniais, por este organizados, para a produção ou troca de bens ou serviços que não integram o estabelecimento empresarial.

Como exemplificado pelo autor Campinho (2024), o imóvel pode ser elemento da empresa, mas não o é do fundo de comércio.

Para explicar a natureza jurídica do estabelecimento foram concebidas, ao longo da evolução doutrinária, nove correntes, todas citadas por Oscar Barreto Filho em sua monografia<sup>5</sup> sobre a matéria e divididas em duas categorias: as históricas, compostas de cinco linhas de pensamento

- a) teoria da personalidade jurídica, de Endemann;
- b) teoria do patrimônio autônomo, de Bekker;
- c) teoria da personificação do fundo do comércio, de Valéry;
- d) teoria do estabelecimento como negócio jurídico, de Carrara;
- e) teoria do estabelecimento como instituição, de Ferrara.

---

<sup>4</sup> Para mais informações vide CAMPINHO, Sergio. Curso de direito comercial: Direito de empresa. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2024, p. 131

<sup>5</sup> BARRETO FILHO, Oscar. Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988, p.79

Já a doutrina moderna se divide entre quatro orientações diversas:

- a) grupo das teorias imaterialistas, que concebem o estabelecimento como bem imaterial, de Pisko, Isay, Hubmann e Muller-Erzbach;
- b) grupo de teorias atomistas, que negam a possibilidade de configuração unitária do estabelecimento, de Scialoja, Barassi e Barbero;
- c) grupo das teorias patrimonialistas, que identificam o estabelecimento como patrimônio comercial, caracterizado como *universitas juris*, de Fadda e Bensa;
- d) grupo de teorias que divisam no estabelecimento um complexo de bens unificados por uma destinação comum, configurando uma *universitas rerum* ou *facti*, de Carnelutti, Rotondi e Vivante.

No Direito brasileiro, os doutrinadores filiaram-se às correntes que explicam o estabelecimento como universalidade.

Embora haja a distinção entre as universalidades de fato e as universalidades de direito, é evidente que a natureza jurídica<sup>6</sup> do estabelecimento é de uma universalidade de fato, em razão de não ser reconhecida pela lei como uma universalidade de direito tão qual o espólio e a massa falida o são. (Negrão, 2023, p.37)

Dessa forma, compõe-se o estabelecimento empresarial de uma universalidade de bens, que podem ser corpóreos, incorpóreos, móveis, imóveis, fungíveis, consumíveis, divisíveis ou indivisíveis.

Ocorre que, esses bens, que devem ser avaliados nas situações de dissolução parcial e de fechamento de capital, são fonte de bastante discussão doutrinária e jurisprudencial a respeito da natureza jurídica individual de cada um, principalmente os bens incorpóreos.

Para fins de avaliação contábil, faz-se determinante que esses conceitos sejam elucidados e bem definidos a fim de que a dedicação aos números seja a mais objetiva possível. Assim, segue abaixo um daqueles que têm maior destaque e controvérsia doutrinária e que, por si só, como se verá, não é considerado um elemento do estabelecimento.

## 1.1 Aviamento ou Goodwill

---

<sup>6</sup> NEGRÃO, Ricardo. Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e direito societário. v.1. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2023, p. 37.

Sergio Campinho conceitua o aviamento<sup>7</sup> como a “qualidade, o atributo do estabelecimento, traduzido na sua capacidade de gerar lucros, derivado da proficiência de sua organização na conjugação dos diversos fatores que o integram. ”

Também chamado pelos ingleses de “goodwill of trade” e definido como “the value of a business establishment over and above its cash assets and material property”<sup>8</sup>, de acordo com o Webster’s New Illustrated Dictionary

A doutrina, no geral, entende o aviamento como um elemento da empresa, mas que não pode ser considerado em si mesmo.

Trata-se, portanto, de um “valor” ou “qualidade”.

Carvalho de Mendonça<sup>9</sup> (Mendonça, 1919) o qualificou como a “aptidão ou disposição do estabelecimento comercial ao fim a que se destina. Ou ainda, diz o autor sobre o aviamento: “o índice da prosperidade e da potência do estabelecimento comercial ao qual se acha visceralmente unido”.

Sacramone (2023, p. 319) traz a seguinte definição:

Como atributo do estabelecimento empresarial, o aviamento, fundo de comércio, azienda ou goodwill é representado pela diferença entre o valor dos bens individualmente considerados e o seu valor como conjunto de ativos organizado pelo empresário para o desenvolvimento de uma determinada atividade. A alienação dos bens agrupados preserva essa organização, a qual possui conteúdo econômico, o que lhes acrescenta valor.

Marlon Tomazette (2023, p. 55) complementa dizendo que o aviamento<sup>10</sup> “não é um elemento isolado, mas um modo de ser resultante do estabelecimento enquanto organizado, que não tem existência independente e separada do estabelecimento.

Em síntese, a doutrina se propõe a usar a seguinte fórmula para representar essa qualidade do estabelecimento, representada como:

$$E \text{ (estabelecimento)} = b + c + d + \dots + A \text{ (Aviamento)}$$

$$FC \text{ (Fundo de Comércio)} = E + A$$

<sup>7</sup> CAMPINHO, op. Cit., p. 138.

<sup>8</sup> O valor de um estabelecimento mercantil acima ou abaixo de seu ativo disponível e de seus bens materiais. (Negrão, p. 42, 2023, tradução)

<sup>9</sup> MENDONÇA, Carvalho de. Tratado. Rio de Janeiro: TYP do Jornal do Commercio, de Rodrigues e C, 1919, p. 21-22.

<sup>10</sup> TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário. v.1. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2023

Dessa forma, não há que se pensar no aviamento como um bem que pode ser transferido unicamente em separado dos outros bens componentes do estabelecimento.

Além disso, a doutrina faz uma diferenciação entre o Goodwill pessoal ou subjetivo, quando relacionado a qualidades da pessoa do empresário, e o Goodwill comercial, objetivo ou real, ao se atribuir tais qualidades ao estabelecimento empresarial.

O Goodwill comercial está relacionado a fatores diversos intrínsecos à empresa, tais como: possuir patentes, licenças, facilidade de crédito, fidelidade do consumidor, localização, marca, entre outros.

Ornelas (2001, p.123) diz que existem fatores que podem ser atrelados ao <sup>11</sup>Goodwill comercial:

a) serviços colaterais, como equipe cortês de vendedores, entregas convenientes, facilidade de crédito, dependências apropriadas para serviço de manutenção, etc.; b) qualidade do produto em relação ao preço; c) atitude e hábito do consumidor como fruto de nome comercial e marcas tornados proeminentes em função de propaganda persistente; d) em casos especiais, a localização do estabelecimento e a qualidade e imagem do distribuidor.

A jurisprudência também tem procurado diferenciar casos de Goodwill pessoal, nos quais é considerado equívoco o cálculo de Goodwill para apuração de haveres de sócios, como é o caso no acórdão 9154197-42.2009.8.26.0000<sup>12</sup> do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, que lê:

"Se o autor deseja - como é seu direito - retirar-se da sociedade, não vejo como possa cobrar goodwill projetando no futuro faturamento que decorrerá de trabalho pessoal de seus ex-sócios."

Assim, torna-se evidente, portanto, que avaliar o valor dessa empresa considerando o valor do goodwill pessoal de todos os sócios não é o mesmo que projetar um faturamento futuro sem a presença do retirante. Nesse caso, o enriquecimento seria do sócio afastado, em detrimento da sociedade. (Ornelas, 2001)<sup>13</sup>

Hodiernamente, não há proteção legal ao aviamento. O que existe é uma tutela indireta deste componente. Por exemplo, a Lei n. 8.245/91 determina, em seu art. 52, § 3º, a indenização ao titular do estabelecimento quando, em razão da não renovação de contrato de locação, houver desvalorização do fundo do comércio.

---

<sup>11</sup>ORNELAS, Martinho Maurício Gomes de. Avaliação de sociedades: apuração de haveres em processos judiciais. São Paulo: Atlas, 2001, p. 123.

<sup>12</sup> TJSP; Apelação Cível 9154197-42.2009.8.26.0000; Relator(a): Francisco Loureiro; Órgão Julgador: 4ª Câmara de Direito Privado; Data da Decisão: 26/05/2011; Data de Publicação: 26/05/2011

<sup>13</sup> ORNELAS, op. cit., p. 123.

A capacidade de gerar lucros não é protegida de maneira direta, mas, ao titular da empresa, é concedido o direito de se ver indenizado em razão da perda de um de seus principais instrumentos para o exercício de sua atividade: o local onde recebia a clientela e realizava seus negócios.

Assim, mostra-se a dificultosa a avaliação dessa qualidade do estabelecimento.

## 1.2 Dissolução de Sociedade Ltda.

Em 1913, o Supremo Tribunal Federal recebeu para julgamento uma ação<sup>14</sup> que ficaria marcada nos anais da Corte. De um lado, representando Conde Álvares Penteado e, posteriormente à sua morte, a viúva e seus herdeiros, Rui Barbosa. Na outra extremidade da lide, a Companhia Nacional de Tecidos Juta, patrocinada por José Xavier Carvalho de Mendonça.

O que se passa nos autos é que o Conde, juntamente com sua mulher e parentes, possuía a totalidade de um imóvel onde estava instalado o estabelecimento industrial denominado Fábrica de Tecidos Santana.

Após a contratação de perícia especializada para a apuração do valor do empreendimento, ficou estabelecido que o *quantum* era de dez mil e quinhentos contos de réis, sendo sete mil e quinhentos representados pelo valor dos bens (imóvel, mercadorias, matérias-primas, acessórios e ativo a cobrar) e três mil referentes à “reputação que tem sabido granjear para os seus produtos, logrando constituir e manter uma freguesia certa e escolhida em vários Estados do Brasil (tudo que representa o fruto de um inteligente esforço de quase 20 anos)”

Com essa avaliação, foi constituída a Companhia Nacional de Tecidos Juta, com capital inicial de dez mil e quinhentos contos de réis, totalmente integralizado aos bens já ditos. Foram emitidas as ações e cedidas a terceiros.

Pouco tempo depois, o Conde Álvares Penteado constituiu a Companhia Paulista de Aniagem, atuando no mesmo ramo da Sociedade cedida, o que levou a esta, sob os mandos dos novos sócios, a entrarem com pedido de pagamento da quantia de três mil contos de reis “do bem incorpóreo que conferiu ou com que entrou como quota social e depois subtraiu e os juros de mora e, ainda, compor as perdas e danos. ”

---

<sup>14</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Acórdão n. 218. Recorrente: Companhia Nacional de Tecidos Juta. Recorrido: Companhia Paulista de Aniagem. Dezembro de 1984



Com os votos dos Ministros apontando para sentidos diversos, o caso terminou desonerando o Conde da indenização pretendida pela Companhia Juta, visto ter entendido o Colegiado que a cláusula de não-estabelecimento deveria ser expressa no contrato de compra e venda da empresa.

Para além da questão referente à obediência às cláusulas de interdição de concorrência, hodiernamente tratada pelo Código Civil, em seu artigo 1.147<sup>15</sup>, percebe-se na estória contada e passada há mais de um século a já existente discussão bastante refinada e atual sobre a avaliação dos bens corporativos, a separação destes em corpóreos e incorpóreos e, o que não se discutiu tanto, mas que, neste trabalho, se pretende esmiuçar, são os possíveis métodos de contabilização desses bens em situações variadas pelas quais passa uma empresa ao longo de sua vida.

No período acima destacado, do início do século XX, o Decreto 3.708/1919<sup>16</sup> regulava as sociedades limitadas no Brasil e seu artigo 15 dizia: “Assiste aos sócios que divergirem da alteração do contrato social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do último balanço aprovado.”

O Código Comercial de 1850<sup>17</sup>, inspirado nos Códigos de Comércio de Espanha, França e Portugal, somente disciplinava a matéria em seu artigo 335 que, assim, estabelecia: As sociedades reputam-se dissolvidas: (...) 5- por vontade de um dos sócios, sendo a sociedade celebrada por prazo indeterminado.

Com a entrada em vigor do Código Civil de 2002, a resolução parcial da sociedade foi disciplinada nos artigos 1.028 a 1.032, 1.085 e 1.086.

Enquanto o direito de retirada representa prerrogativa incondicional do sócio em se tratando de sociedade por prazo indeterminado, na sociedade por prazo determinado depende de justa causa comprovada em juízo.

E, com relação à justa causa, termo bastante controverso e, portanto, muito debatido pela doutrina e judicialmente, o professor Arnoldo Wald tem o seguinte entendimento:

Convém anotar que a justa causa necessária ao exercício do direito de retirada, nas sociedades por prazo determinado, não pode ser interpretada com excessivo rigor, na medida em que a manutenção dos vínculos societários, quando desfeita a *affectio societatis*, geralmente é perniciososa para a própria sociedade. Retirada nas sociedades de prazo indeterminado não precisa ser motivada: Nas sociedades de prazo indeterminado, qualquer sócio pode se retirar de forma espontânea, sem que seja

<sup>15</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

<sup>16</sup> BRASIL, Dec. Lei 3.708, 10 de janeiro de 1919. Regula a constituição de sociedade por quotas, de responsabilidade limitada.

<sup>17</sup> BRASIL. Código Comercial - LIM556. LEI Nº 556, DE 25 DE JUNHO DE 1850.

necessária a observância de uma causa justificativa, mediante simples notificação aos demais sócios, com antecedência mínima de 60 (sessenta) dias. (Wald, p. 228, 2005)<sup>18</sup>

Já em 2003, O Supremo Tribunal Federal sumulou o seguinte entendimento: “Na apuração de haveres não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido, excluído ou que se retirou”.<sup>19</sup>

Esse verbete é uma clara demonstração do longínquo conflito existente, em matéria contratual, entre a autonomia das partes e a função social do contrato.

Tal entendimento traz maior segurança jurídica em busca desse preço justo, tanto para o sócio retirante, quanto para o sócio remanescente, embora seja conflitante com princípio tão caro ao direito privado da autonomia das partes.

### 1.3 Fechamento de Capital

O procedimento de fechamento de capital, e a Oferta pública de ações (OPA), inicialmente, não eram disciplinados pela Lei 6404/76.

O artigo 21 da Lei nº 6.385/1976<sup>20</sup> determina que compete à CVM expedir normas para que o registro de Companhia Aberta seja cancelado.

Isso foi feito em 1995, por meio da Instrução Normativa n. 229/95<sup>21</sup> da CVM, que passou a tratar integralmente da matéria, dispondo sobre matérias como: (i) o quórum de aprovação para o cancelamento do registro; (ii) datas; (iii) prazos etc.

Essa Instrução, no entanto, não protegia os acionistas minoritários, quando da ocorrência de oferta pública de ações para fechamento de capital, e deixava uma margem muito grande de discricionariedade aos administradores, sem, contudo, definir critérios para o estabelecimento dos preços a serem oferecidos nas ações para estas serem retiradas do mercado.

Assim, em 2001, foi sancionada a Lei nº 10.303<sup>22</sup>, que alterou e acrescentou dispositivos na Lei das S.A. e na Lei nº 6.385/1976.

Esses acréscimos à Lei das S.A. se mostraram essenciais na proteção ao acionista minoritário, que passou a dispor de maior transparência da lei quanto a diversos assuntos.

---

<sup>18</sup> WALD, Arnaldo. Comentários ao Novo Código Civil, forense, 2005, vol. XIV, p. 228.

<sup>19</sup> Súmula 265, STF

<sup>20</sup> Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

<sup>21</sup> Dispõe sobre o cancelamento de registro de que trata o artigo 21 da Lei 6.385/1976

<sup>22</sup> BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2001

Um deles, disposto no artigo 4º, §4º<sup>23</sup> (Brasil, 1976), bastante relevante, é a constatação do “preço justo” como meta a ser atingida no processo de oferta pública de ações (OPA) quando na situação jurídica de fechamento de capital de uma Cia.

A primeira parte do dispositivo dispõe que:

O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia.

Em sequência, traz-se a conceituação de “preço justo” como o fim a se atingir quando da avaliação da Cia e da integralização do capital. Assim, a segunda parte do mesmo artigo diz que tal “preço justo” será apurado da seguinte forma:

Com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A. (Grifo meu)

Ou seja, a alteração trazida pela lei 10.303<sup>24</sup>, trouxe métodos contábeis que, conforme disciplinado no artigo, podem ser usados de forma isolada ou combinada para avaliar a Cia que deseja fechar o seu capital.

A CVM, no ano de 2002, baixou a Instrução Normativa Nº 361<sup>25</sup> que regulava o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas, e ainda o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, por aumento de participação do acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta e para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários e de permuta por valores mobiliários.

Ela foi revogada pela Resolução 85/2022 da CVM.

---

<sup>23</sup> BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

<sup>24</sup> BRASIL. L. 10.303, op. cit.

<sup>25</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 361/2002, de 05 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta.

Embora a legislação atual seja mais eficiente do que já foi um dia, quando se fala de oferta pública de ações para fechar o capital de uma Sociedade, ainda há controvérsias na avaliação dessas Cias e que será esmiuçado capítulos a frente.

## 2 ASPECTOS SOCIOECONÔMICOS

Primeiro, faz-se relevante a diferenciação entre “valor” e “preço”.

Conforme dispõe o contabilista Wagner Peixoto de Paiva, “No campo econômico, ‘valor’<sup>26</sup> pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva) ”.

Já o preço, segundo o autor, será definido como conclusão do processo de negociação, entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão, em um processo onde sem uma ideia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos.

Portanto, enquanto o “valor” é considerado de maneira subjetiva, levando em conta bens materiais e imateriais, o “preço” pode ser entendido como o caráter objetivo do valor em razão de um processo de negociação e de alinhamento de expectativas.

Ainda, segundo Antônio Lopo Martinez<sup>27</sup> (1999, p. 23), doutor em Contabilidade pela Usp, não existe um valor “correto” para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação.

O professor de finanças Aswath Damodaran<sup>28</sup> (2002) complementa demonstrando que quaisquer percepções que o analista trazer para o processo de avaliação acabarão por se incorporar ao “valor”.

O autor indiano (2006)<sup>29</sup> menciona, ainda, que não existe um modelo considerado melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características do ativo ou da empresa que está sendo avaliada.

E conclui:

A infeliz verdade é que o inverso é frequentemente verdadeiro. Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo.

---

<sup>26</sup> PAIVA, W. P. de. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 5º, Anais. São Paulo: FEA/UP, 2001, p. 46.

<sup>27</sup> MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para a avaliação dos negócios. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23º, Anais. Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999, p. 23.

<sup>28</sup> DAMODARAN, A. Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e Gerenciado o Valor das Empresas 3 ed. São Paulo, Makron Books. 2002. P. 34.

<sup>29</sup> Id., 2006, p. 21.

Assim, quando se avalia uma sociedade, seja anônima, seja limitada, faz-se relevante, não apenas se encontrar o preço.

É determinante que se calcule o valor, em toda a sua complexidade, esse contando com todos os elementos objetivos e subjetivos do empreendimento avaliado.

Desta forma, deve-se levar em conta todos os elementos que compõe o fundo de comércio, que, muitas vezes, são desconsiderados ao se fazer a avaliação da empresa, e, por outro lado, são bastante relevantes no valor final da avaliação.

Para se calcular o valor deste, faz-se determinante a avaliação de todos os componentes da empresa, sejam eles corpóreos/tangíveis ou incorpóreos/intangíveis, juntamente com o aviamento ou goodwill.

Como bem lembra o Professor Arnaldo Wald, "valor real<sup>30</sup> é o do mercado. Para avaliá-lo, devem ser computados da empresa o fundo de comércio, as marcas, assim como quaisquer outros bens incorpóreos, inerentes à atividade da sociedade, que não são incluídos, por exemplo, no valor contábil da sociedade" (Wald, 2005)

Assim, o que difere o Balanço Especial de Determinação, previsto no artigo 1.031 do Código Civil, dos outros métodos de cálculo considerados no artigo, 4º, §4º, LSA, é a análise completa e minuciosa da complexa gama de ativos que compõe o estabelecimento, levando em consideração, principalmente, os bens incorpóreos em si mesmos.

É também o sentir de Priscila Correa da Fonseca, para quem entre os bens que compõem o complexo organizado pelo empresário para o desempenho da atividade econômica se encontram não somente os corpóreos, como imóveis, móveis, maquinários, instalações, matéria-prima, veículos, utensílios, dinheiro, títulos e valores mobiliários, como, também, os incorpóreos, como os privilégios de invenção, marcas, insígnias, sinais distintivos, nome, título do estabelecimento, ponto, expressões de propaganda, concessões, etc. (Fonseca, p. 228)

Aqui se faz relevante individualizar alguns deles para a continuação do raciocínio:

## **2.1 Ponto comercial**

O Ponto Comercial se destaca da propriedade imóvel e pertence ao empresário, não ao locador.

Marcelo Sacramone o define<sup>31</sup> como “o local em que o empresário desenvolve a empresa”. Elemento importante do estabelecimento pois ele assegura o reconhecimento pela

---

<sup>30</sup> WALD, op. cit., p. 228.

<sup>31</sup> SACRAMONE, Marcelo B. Manual de direito empresarial. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2024, p. 46

clientela da qualidade do serviço prestado e dos produtos fornecidos e do local em que pode adquiri-los.

## **2.2 Nome empresarial**

Sérgio Campinho<sup>32</sup> atribui ao nome o “elo de identificação do titular da empresa perante a comunidade onde exerce sua atividade econômica. ”

Pode ser de duas espécies: firma ou razão social e denominação.

A proteção ao nome empresarial tem assento constitucional, em seu artigo 5º, XXIX.

## **2.3 Título do estabelecimento**

O título do estabelecimento é o sinal distintivo na fachada da casa onde se exerce o negócio, como os letreiros de uso corrente, podendo ser verificado, ainda, nos papéis de correspondência, cartões, catálogos de produtos etc.

Segundo Sérgio Campinho, consiste no “rótulo”<sup>33</sup> do estabelecimento.

Importante ressaltar que o Código de Propriedade Industrial (Lei 5.772/71) excluiu de sua salvaguarda o registro do título de estabelecimento e a Lei que a revogou<sup>34</sup> também não regulamentou o seu registro.

## **2.4 Propriedade Industrial**

O artigo 5º, XXIX, da Constituição Federal, garantiu a proteção à Propriedade Industrial.

Esta, juntamente com o Direito Autoral, compõe gênero da Propriedade Intelectual. No entanto, há uma diferença relevante entre eles. Enquanto a primeira precisa ser registrada para que o direito a proteja, o segundo independe de registro para sua proteção.

Portanto, o direito da propriedade industrial protege a reprodução da criação ou da obra com base no registro, cuja natureza é constitutiva. Este, por sua vez, é feito perante o Instituto Nacional de Propriedade Industrial (INPI).

---

<sup>32</sup> CAMPINHO, op. cit., p. 321

<sup>33</sup> Ibid., p. 134.

<sup>34</sup> Lei 9.279/1996 que regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial.

## **2.5 Desenhos Industriais**

A Lei 9.279/96, em seu artigo 95<sup>35</sup>, define desenho industrial como “a forma plástica ornamental de um objeto ou o conjunto ornamental de linhas e cores que possa ser aplicada a um produto, proporcionando resultado visual novo e original na sua configuração externa e que possa servir de tipo de fabricação industrial.

## **2.6 Marcas**

As marcas consistem em sinais distintivos, visualmente perceptíveis, de determinado produto ou serviço, conforme disposto no artigo.122, da Lei 9.279/96.

## **2.7 Indicação Geográfica**

Constitui indicação geográfica o sinal designativo de procedência ou de origem. Sua proteção é decorrente da tentativa de se evitar que o consumidor seja levado a erro em virtude de uma falsa indicação de procedência ou de origem de determinado produto ou serviço.

A Instrução Normativa n. 25/2013<sup>36</sup> do INPI regula a questão e exige, para o registro de indicação de procedência, que o requerente comprove ter “o nome geográfico se tornado conhecido como centro de extração, produção ou fabricação do produto ou de prestação de serviço”.

Além disso, faz-se relevante a citação de um documento muito utilizado como base para a realização dos cálculos por diversas perícias contábeis:

## **2.8 Pronunciamento Técnico 04 – Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – Ativos Intangíveis**

O objetivo do documento é definir o tratamento contábil dos ativos intangíveis.

Ativo intangível, segundo o Pronunciamento<sup>37</sup>, é um ativo não monetário identificável sem substância física. Alguns ativos intangíveis podem estar contidos em elementos que

---

<sup>35</sup> BRASIL. Lei nº 9.279 de 14 de maio de 1996. Regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1996.

<sup>36</sup> INSTITUTO NACIONAL DA PROPRIEDADE INDUSTRIAL. Instrução Normativa nº 25/2013, de 21 de agosto de 2013. Estabelece as condições para o Registro das Indicações Geográficas

<sup>37</sup> Comitê de Pronunciamentos Contábeis – Ativos Intangíveis – 04, p. 06.



possuem substância física, como um disco (como no caso de software), documentação jurídica (no caso de licença ou patente) ou em um filme. Para saber se um ativo que contém elementos intangíveis e tangíveis deve ser tratado como ativo imobilizado ou como ativo intangível, nos termos do presente Pronunciamento, a entidade avalia qual elemento é mais significativo. Por exemplo, um software de uma máquina-ferramenta controlada por computador que não funciona sem esse software específico é parte integrante do referido equipamento, devendo ser tratado como ativo imobilizado. O mesmo se aplica ao sistema operacional de um computador. Quando o software não é parte integrante do respectivo hardware, ele deve ser tratado como ativo intangível.

O Pronunciamento também especifica como mensurar o valor contábil dos ativos intangíveis, exigindo divulgações específicas sobre esses ativos.

É traçada uma diferenciação entre ativos imobilizados<sup>38</sup> e ativos intangíveis. O software de uma máquina, por exemplo, que não funciona sem ele é considerado um ativo imobilizado. Já quando o software não é parte integrante do respectivo hardware e pode ser tratado de maneira autônoma, tal ativo é considerado intangível.

A definição de ativo intangível requer que ele seja identificável, para diferenciá-lo do ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (goodwill).

Um ativo satisfaz o critério de identificação, em termos de definição de um ativo intangível, quando:

(a) for separável, ou seja, puder ser separado da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um contrato, ativo ou passivo relacionado, independente da intenção de uso pela entidade; (Grifo meu) ou

(b) resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais, independentemente de tais direitos serem transferíveis ou separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações.

Os ativos intangíveis são muito importantes para as entidades e, quanto mais fácil o controle destes, menos trabalhoso será o seu manejo. Aqueles ativos que puderem ser opostos perante o tribunal têm uma maior força de controle e, portanto, podem ser melhor aproveitados economicamente.

---

<sup>38</sup> Ibid., p. 04.

Um exemplo trazido pelo Pronunciamento é com relação ao conhecimento técnico e de mercado, ativos intangíveis que, seja por proteção legal, por meio de direitos autorais ou uma limitação de acordo comercial, por exemplo, seja sem essa proteção, esses ativos são muito relevantes para gerar benefícios econômicos às empresas titulares.

O Pronunciamento traz técnicas<sup>39</sup> para definir o valor justo de ativos intangíveis:

1. a aplicação de múltiplos que refletem as atuais operações de mercado a indicadores que determinam a rentabilidade do ativo (tais como: receitas, participação de mercado e lucro operacional) ou o fluxo de royalties que pode ser obtido com o licenciamento do ativo intangível a terceiros em operação sem favorecimento; ou
2. a estimativa de fluxo de caixa futuro líquido descontado gerado por esse ativo

Segundo o Pronunciamento, em seu tópico 47<sup>40</sup>, O ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (goodwill) gerado internamente não deve ser reconhecido como ativo. Isso acontece porque este não se enquadra nos critérios de reconhecimento de ativos intangíveis do presente Pronunciamento, por não ser identificável separadamente dos outros, de maneira a quantificar os custos do investimento.

---

<sup>39</sup> Ibid., p. 13.

<sup>40</sup> Ibid., p. 15

### 3 SISTEMA PÁTRIO

Professor Sérgio Campinho entende que, a apuração dos respectivos haveres será implementada com base na situação patrimonial da sociedade na data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado, no qual deverá ser computado todo o patrimônio da sociedade, no seu valor real e não no meramente escriturado.

Na opinião do autor<sup>41</sup>, embora haja discussão doutrinária sobre a prevalência do disposto no contrato social em face de outras vontades, como dispõe o caput do 1.031, CC e os arts. 604, II e 606, caput do CPC/2015, a previsão contratual somente poderá prevalecer quando a escolha dos métodos contábeis não gerar uma distorção patrimonial para alguma das partes.

Em síntese, não se pode recepcionar um contrato que estabeleça métodos de avaliação contábil que incorram em enriquecimento sem causa da sociedade em prejuízo do sócio.

Um exemplo bastante utilizado na doutrina, ao qual o professor Campinho faz alusão em sua obra, é o de uma sociedade que estabeleceu em seu contrato social a apuração dos haveres realizada com base no valor patrimonial contábil cujo objeto, porém, consista em administrar numerosos imóveis próprios.

Entende-se que, em razão da desvalorização imobiliária, a quota-parte devida ao tempo da apuração dos haveres será avaliada com desproporcional desconto, gerando desarrazoado prejuízo ao sócio retirante, excluído ou dos herdeiros, legatários ou cônjuge meeiro do falecido.

O STF, com a ideia de evitar que os balanços fossem manipulados de acordo com a conveniência dos sócios remanescentes, editou Súmula 265, que traz a seguinte ideia: “Na apuração de haveres não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido, excluído ou que se retirou”.<sup>42</sup>

Ainda que tal Súmula não resolva a controvérsia entre os sócios na apuração dos haveres, ela foi importante a fim de balizar práticas inidôneas dos remanescentes.

Assim, ao longo dos anos, evoluiu ainda mais o Direito brasileiro no sentido de consagrar a figura do Balanço Especial de Determinação como instrumento primordial na apuração dos haveres nas Sociedades Limitadas.

O nosso Código Civil consagra tal figura em seu artigo 1.031 quando trata da resolução da Sociedade Ltda. em relação a um sócio.

---

<sup>41</sup> CAMPINHO, op. cit., p. 55.

<sup>42</sup> Súmula 265, STF - Na apuração de haveres não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido, excluído ou que se retirou

Entendimento consolidado da jurisprudência corre no mesmo sentido, trançando um ponto de convergência no Balanço Especial de determinação, tanto para resolução parcial, quanto para dissolução total

O Ministro Waldemar Zveiter, no julgamento do REsp nº 35.702-0/SP<sup>43</sup>, traçou a seguinte consideração: “na sociedade constituída por sócios diversos, retirante um deles, o critério de liquidação dos haveres, segundo a doutrina e a jurisprudência, há de ser, utilizando-se o balanço de determinação, como se tratasse de dissolução total”

Ao discorrer sobre as diversas espécies de balanço existentes<sup>44</sup>, o saudoso Celso Barbi Filho (2004, p. 483) registra que:

"[...] o balanço de determinação é o levantado para a finalidade específica de se determinar o valor da quota reembolsável ao sócio desligado. Seu objetivo especial distingue-o dos demais, pela busca da aferição mais real e individualizada possível dos valores de um ativo não-realizado, deles deduzindo-se um passivo não-solucionado. O balanço que, pela jurisprudência dos Tribunais Superiores, deve ser considerado na apuração de haveres da dissolução parcial é o de determinação"

Com isso, dependendo do caso concreto, é possível que o Juiz, em ação de apuração de haveres, determine, em consonância ou não com as partes, um método contábil específico mais conveniente para o caso, ou alguns métodos em conjunto, como será demonstrado em jurisprudência colacionada mais à frente.

O Código Civil, em seu artigo 1.053, impõe à sociedade limitada, no que o capítulo que a rege for omissivo, a utilização das normas da sociedade simples.

Em caráter supletivo, o Parágrafo único do mesmo artigo diz que o contrato social poderá prever a regência da Ltda. pelas normas da Sociedade Anônima. (Brasil, 2002)

Assim, com relação ao fechamento de capital nas Sociedades Anônimas, a Lei 6404/76 não dispõe do instrumento do Balanço Especial de Determinação.

O que se tem com relação à avaliação da Sociedade, inclusa pela alteração feita pela Lei 10.303/2001, no artigo art. 4º, § 4º, é a busca pelo “preço justo”, que será calculado por meio de métodos adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários.

---

<sup>43</sup> REsp n. 35.702-0/SP, relator Ministro Waldemar Zveiter, DJ de 13.12.1993

<sup>44</sup> BARBI FILHO, Celso. Dissolução parcial de sociedades limitadas. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004, p. 483

Dentre esses métodos, três deles são os mais usuais: Patrimônio líquido contábil, comparação por múltiplos e fluxo de caixa descontado.

Dada a relevância desses métodos para o presente trabalho, há espaço para tecer considerações sobre eles:

### 3.1 Patrimônio Líquido Contábil

Método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis e, através dele, apura-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de valor patrimonial da empresa ou *Book Value*.

Fábio Ulhoa Coelho distingue<sup>45</sup> o valor patrimonial contábil e o valor patrimonial real, de acordo com os critérios de apuração do patrimônio líquido.

Assim, o valor patrimonial contábil levaria em conta o patrimônio líquido constante das demonstrações financeiras, o qual é apurado com base no valor de entrada dos bens, com os ajustes decorrentes da depreciação dos bens.

De outro lado, teríamos o valor patrimonial real, que levaria em conta o patrimônio levantado a preços de mercado, que podem e normalmente são diferentes dos critérios de elaboração das demonstrações financeiras.

Tendo em vista as responsabilidades e as garantias jurídicas envolvidas, a equação contábil é apresentada da seguinte forma:  $PL = A - P$ .

Isso quer dizer que o patrimônio líquido (PL) é o resultado da subtração do ativo A pelo passivo P. Em outras palavras, o patrimônio empresarial (PL) é o resultado do somatório dos bens corpóreos, bens incorpóreos e direitos (ativos) menos o somatório das dívidas (passivos).

Em complemento, o professor Eliseu Martins<sup>46</sup> diz que o modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um Goodwill significativo e relevante dentro do cálculo.

Em seu livro “Perícia Contábil”, o notório contabilista Antônio Lopes de Sá, corretamente, estabeleceu que<sup>47</sup> “a mais-valia é algo, pois, imaterial, ou seja, que transcende o valor de patrimônio líquido (SÁ, 2019, p. 144).

---

<sup>45</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial. São Paulo: Saraiva, 1999, v. 2, p. 86.

<sup>46</sup> MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Editora Atlas, 2001, p. 34.

<sup>47</sup> SÁ, Antônio Lopes de. Perícia Contábil. São Paulo: Grupo GEN, 2019, p. 144.

Dessa forma, determinante se faz a avaliação de uma Sociedade por meio do método do patrimônio líquido contábil quando a empresa, por seu próprio objeto, ou pela ausência de relevância mercadológica, não tiver angariado um sobre valor em função de suas qualidades.

Ou seja, se o aviamento e os bens imateriais não tiverem impacto determinante no caixa da sociedade, tal método pode ser eficaz.

De maneira simples, esse método é dado pela equação patrimonial e aparece pela diferença matemática entre o valor total dos ativos e o valor total das obrigações da empresa com terceiros.

### 3.2 Comparação por Múltiplos

A comparação por múltiplos, isto é, a comparação com valores relativos à negociação de empresas congêneres é um método bastante relevante no mercado de capitais e muito utilizado como avaliação de Sociedades Anônimas.

Segundo Rubens Famá e Jair Luiz Santiago Filho, no artigo<sup>48</sup> denominado “Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre empresas do Brasil e dos Eua”,

Quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, desconhecesse sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria para guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos para avaliação da empresa. (p.03)

Um grande problema desse método é a necessidade de se encontrar empresas que tenham atuação semelhante no mercado, o que é extremamente subjetivo, pois essa semelhança é muito complexa de ser encontrada.

Muitas vezes, o que é o melhor para uma indústria, não é tão útil para outra, não existindo, portanto, como comparar empresas de duas diferentes indústrias através de múltiplos.

Além disso, dentro de uma indústria, ainda assim, se faz complexa tal comparação, tendo em vista que existem muitos fatores que dão a esse método um caráter subjetivo e, portanto, de difícil uso.

De todo modo, importante se faz elucidar algumas espécies de avaliação por múltiplos: (i) Múltiplos de Lucro; (ii) Múltiplos de Valor Patrimonial; (iii) Múltiplos de Receita; (iv)

---

<sup>48</sup> SANTIAGO FILHO, Jair Luiz e FAMÁ, Rubens. Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. 2001, Anais.. São Paulo: USP/FEA/PPGA, 2001, p. 03.

Múltiplos de Enterprise Value; (v) Múltiplo de Enterprise Value; e (vi) Múltiplo de Projeções Futuras (Santiago e Famá, p. 8)

Comenta Assaf Neto<sup>49</sup> (2003, p.585) que um dos problemas desse método é que diferentes momentos de vendas implicam diferentes avaliações, e ainda que as características de mercado em que atua cada empresa implicam diferentes potenciais de riqueza futuros.

Damodaran<sup>50</sup> (2002) diz que na avaliação por meio deste método devem ser considerados dois aspectos. Primeiramente: a conversão dos valores em múltiplos, que possibilita a avaliação relativa dos ativos. Em segundo plano, encontrar empresas parecidas para que seja realizada a comparação. Assim, esse método torna-se mais complexo pela dificuldade de se encontrar empresas que tenham as mesmas características de risco e potencial de crescimento e fluxo de caixa, ainda que dentro do mesmo setor da economia.

### 3.3 Fluxo de Caixa Descontado

Um dos mais utilizados é o fluxo de caixa descontado<sup>51</sup>. Nele, avalia-se os fluxos de caixa futuros do empresário ou da sociedade empresária e, através de uma taxa de desconto, chega-se ao valor presente desses fluxos de caixa. (Sacramone, 2024)

A fundamentação conceitual deste método baseia-se na teoria de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais.

O professor Aswath Damodaran<sup>52</sup> (2002) acredita que, para fins de avaliação, a melhor opção seja a utilização do Fluxo de Caixa Livre Operacional, conhecido como FCL ou EBITDA, na medida em que traduz o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, após descontados os impostos. Deve-se calcular o FCL antes dos pagamentos das dívidas e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

O critério do fluxo de caixa descontado leva em conta a perspectiva de lucros futuros, trazida para o presente. Há que se apurar o fluxo de caixa livre, que representa a capacidade de caixa da sociedade, isto é, os componentes do patrimônio da companhia que possam ser realizados imediatamente, desde que não afetem a sua operacionalidade. (Tomazette, 2023)

---

<sup>49</sup> ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas. 2003, p. 585.

<sup>50</sup> DAMODARAN, op. cit., p. 40.

<sup>51</sup> SACRAMONE, op. cit., p. 43.

<sup>52</sup> DAMODARAN, op. cit., p. 45.

Já o professor Antônio Lopes de Sá, em seu livro “Perícia Contábil”<sup>53</sup>, diz que dos critérios de valorimetria do fundo de comércio exclui-se, por erro de cognição, o fluxo de caixa descontado, uma vez que o fundo de comércio autodesenvolvido baseia-se na capacidade de geração do superlucro, e o fluxo de caixa baseia-se na geração de caixa.

Para o autor, pode haver geração de caixa sem que ocorra geração de lucro, assim como o contrário também é verdadeiro. Portanto, seria falacioso o procedimento de apurar o fundo de comércio pela via do fluxo de caixa descontado.

O eminente Desembargador Ricardo Negrão, no julgamento da Apelação 0018750-35.2009.8.26.0099<sup>54</sup>, a fim de concluir pela utilização do balanço especial de determinação, no caso, como método eficiente no processo de apuração dos haveres, teceu o seguinte comentário sobre a avaliação por meio do fluxo de caixa descontado:

“Sem descartar os elementos contábeis, o método do fluxo de caixa descontado analisa a situação da empresa dentro do contexto macroeconômico, projetando lucros futuros nos próximos cinco a dez anos, mas aplicando taxa que reduz o valor futuro para o presente. O método traça uma perspectiva de lucro, sem desconsiderar os riscos. Para melhor compreensão do tema, transcreve-se novo trecho do artigo eletrônico do Sr. Marcelo Monteiro Perez e do Professor Rubens Famá: “Considerado o método de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa, esta metodologia vem sendo amplamente adotada pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processos de fusões e aquisições. A fundamentação conceitual deste método baseia-se na teoria de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais. A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais. Por trabalhar com expectativas futuras, naturalmente, observa-se que a grande dificuldade deste método está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro destas relevantes variáveis. São variáveis chave neste método de avaliação: o fluxo de caixa operacional, o horizonte de projeção deste fluxo, o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade e a taxa de desconto destes fluxos de caixa” (p. 106). Como se vê, é o método mais adequado para avaliar a empresa

---

<sup>53</sup> SÁ, op. cit., p. 150.

<sup>54</sup> TJSP; Apelação Cível 0018750-35.2009.8.26.0099; Relator(a): Ricardo Negrão; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 06/04/2016; Data de Publicação: 18/04/2016



objeto de trespasse, cisão, fusão ou incorporação. Mas justamente por projetar lucros futuros parte da jurisprudência não aceita o método de fluxo de caixa descontado, partindo da premissa de que se o sócio se retira da sociedade, não tem direito ao que a sociedade poderá vir a lucrar. **Assim, tem-se que o método que melhor reflete a situação patrimonial da sociedade na data da resolução é o balanço especial de determinação a que se refere o art. 1.031 do Código Civil**” (Grifo meu)

Conforme legislação específica do programa de desestatização, instituída pela Lei nº 8.031 e alterada pela Lei. 9.491/97<sup>55</sup>, o próprio Governo Federal reconhece que as empresas devem ser avaliadas pelos seus bens corpóreos e incorpóreos, incluindo o denominado Fundo de Comércio.

Em razão deste entendimento, os editais para a licitação para venda das empresas estatais, consideram, através do método denominado “Fluxo de Caixa Descontado”, o valor presente do fluxo de resultados da empresa, que deve conter as perspectivas de rentabilidade e de geração futura de resultados e prazo e custo da implantação de idêntico empreendimento econômico, dentre outros.

Temos alguns grandes exemplos de empresas públicas, que foram privatizadas, e foram avaliadas por meio do fluxo de caixa descontado:

- Vale do Rio Doce

No Parecer do BNDES sobre a privatização da Vale concluída em 1997, a 5ª pergunta é a seguinte: “Como se determina o preço, o valor de venda da Vale?”<sup>56</sup>

A resposta foi: “Da mesma forma objetiva com que se determina, no mundo inteiro: com base no que a empresa pode render, no futuro, a seus compradores, considerado um horizonte de décadas. Uma empresa da qual se esperam lucros futuros elevados terá um preço maior, enquanto uma outra da qual se esperam lucros futuros reduzidos terá um preço menor. Uma vez estimados os lucros futuros, calcula-se o valor, no presente, desses resultados futuros. Esta metodologia de definição do preço de empresas, utilizada internacionalmente, é denominada de ‘fluxo de caixa descontado ao valor presente.’

Esta técnica foi empregada para a definição dos preços mínimos de venda de todas as empresas privatizadas até hoje. Cada uma delas contou com mais de uma avaliação, efetuadas

<sup>55</sup> Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização.

<sup>56</sup> BRASIL. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Parecer técnico. Rio de Janeiro: Centro de Pesquisas e Dados, 10 jun. 1997. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>

por firmas de consultoria reconhecidamente capacitadas. A Companhia Vale do Rio Doce não foge a esta regra, pois seu preço mínimo é também determinado com base na projeção dos resultados que dela se esperam no futuro, “traduzidos” ao valor presente. Como estes resultados futuros são promissores, isto significa que a União – o governo federal – irá receber um bom preço pela venda de sua parcela no capital da empresa.

Por último, o preço mínimo calculado é submetido à apreciação do Conselho Nacional de Desestatização (CND), um conselho de ministros responsável pelas decisões que envolvem a privatização das empresas estatais. ”

O economista Antonio Kandir, em artigo denominado “Por que vendemos a Vale”<sup>57</sup>, publicado no jornal “O Estado de São Paulo”, em 11.05.1997 afirmou:

O preço da Vale foi determinado conforme metodologia consagrada em todo o mundo. Foram estimadas as gerações futuras de caixa da empresa nos próximos 30 anos, e a partir daí considerou-se a perpetuidade do valor referente ao último exercício: esse fluxo foi trazido a valor presente e sobre ele aplicadas taxas de desconto.

#### - Telebrás

Contratados pelo BNDES, os consórcios Arthur D.Little, Coopers e Lybrand e Deloitte e Touche e Salomon Smith Barney e Morgan Stanley, no ano de 1998, realizaram a avaliação econômico-financeira das empresas e, de acordo com os laudos, empregaram o tradicional fluxo de caixa descontado, considerando alguns diferentes recortes de tempo e levando em consideração o chamado “prêmio pelo risco Brasil”.

O Relatório do GAT (Grupo de Assessoramento Técnico) da COPPE – UFRJ ao Ministério Público Federal sobre o Processo de Privatização da Telebrás<sup>58</sup>, a respeito da metodologia a ser empregada na privatização desta estatal, explicou que:

O modelo de reestruturação e desestatização das Empresas Federais de Telecomunicações utilizado pelo Ministério das Comunicações (MC) baseou-se na formação de 12 (doze) empresas controladoras das companhias que integram o Sistema Telebrás. A metodologia utilizada pelos consultores para avaliar essas 12 (doze) empresas controladoras foi o Fluxo de Caixa Descontado (‘FCD’) calculado para um horizonte de projeção de 10 (dez) anos (1998 – 2007), adicionando-se ainda um valor residual remanescente para os 17 (dezessete) anos seguintes. Esses valores foram descontados a valor presente (31.12.97 – data base) a uma taxa de desconto que reflete o custo de capital dos acionistas e credores (WACC – Weighted Average Cost of Capital; CPMC – Custo Ponderado de Capital)

<sup>57</sup> <https://acervo.socioambiental.org/acervo/noticias/por-que-vendemos-vale>

<sup>58</sup> Grupo de Assessoramento Técnico (GAT) COPPE – UFRJ. Relatório. Rio de Janeiro, 1997. Relatório. Mimeografado.

- Empresa Baiana de Águas e Saneamento S/A – EMBASA

A Comissão Especial de Desestatização daquela autarquia esclareceu que: “A avaliação econômico-financeira da Embasa será realizada com base no método do fluxo de caixa descontado, de acordo com a modelagem de desestatização aprovada pela Comissão Especial de Desestatização.”<sup>59</sup>

### 3.4 Jurisprudência

Seguem abaixo alguns julgados relevantes para o tema:

"DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE C/C APURAÇÃO DE HAVERES<sup>60</sup> – Fase de liquidação – Insurgência que se limita, basicamente, aos critérios de cálculo dos haveres – Possibilidade de utilização do método de fluxo de caixa descontado na apuração do montante devido, que não se contrapõe ao balanço especial previsto no art. 1.031, caput, do Código Civil, e melhor reflete o valor real das quotas do sócio que deixa a sociedade – Pagamento que deve se dar na forma prevista no § 2<sup>oa</sup> do art. 1.031 do Código Civil, à míngua de acordo ou previsão contratual em sentido contrário – Recurso parcialmente provido."

(...) impugnaram também os apelantes a metodologia utilizada para o cálculo do valor das quotas do sócio Augusto Cesar de Almeida (EBTIDA ou fluxo de caixa descontado), pleiteando a realização de nova perícia contábil através de balanço especial de determinação. (...)

(...) nada mais justo que nos casos de dissolução parcial de sociedade, os haveres do sócio que deixa a última sejam calculados com base no valor real de mercado das suas quotas, e não em seu valor meramente contábil, que pode contar com ativos subavaliados, ou nem considerar ativos intangíveis. (...)

(...) há entendimento absolutamente pacificado nos nossos tribunais no sentido de que no quinhão do sócio retirante inclui-se o valor correspondente ao fundo de comércio, assim como outros ativos intangíveis, como marcas, patentes e detenção de tecnologia com valor economicamente mensurável (REsp n. 271.930-SP, Rel. Ministro Sálviode Figueiredo Teixeira,

<sup>59</sup> Moodys Local, Comissão Embasa Disponível em:

[https://www.embasa.ba.gov.br/documents/d/guest/2024\\_moody-s\\_rating-embasa\\_aa-br\\_positiva\\_11-06-2024](https://www.embasa.ba.gov.br/documents/d/guest/2024_moody-s_rating-embasa_aa-br_positiva_11-06-2024).

<sup>60</sup> TJSP; Apelação Cível 0013677-62.2005.8.26.0248; Relator(a): Francisco Loureiro; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 18/05/2016; Data de Publicação: 20/05/2016

DJ de 25/02/2002; REsp n. 43.395-SP, Rel. Ministro Ari Pargendler, DJ de 28/06/1999; REsp n. 77.122-PR, Rel. Ministro Ruy Rosado de Aguiar, DJ de 08/04/1996). (Grifos meus)

-//-

DUAS APELAÇÕES DOS CORRÉUS. AÇÃO DE DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE C.C. APURAÇÃO DE HAVERES.<sup>61</sup> Retirada do Apelado de sociedade empresária limitada. Quebra do affectio societatis incontroversa. Retirada da sociedade mediante simples denúncia do contrato aos demais sócios, por se tratar de sociedade por prazo indeterminado. Exegese do art. 1029 do Código Civil. Condenação dos corrêus ao pagamento de haveres no valor de R\$ 61.486,55, conforme apurado em laudo pericial. Laudo pericial que não considerou o valor real dos bens da sociedade empresária. Laudo anulado. Afastamento da condenação. Necessidade de apuração de haveres mediante balanço patrimonial especialmente levantado. Exegese do art. 1.031 do Código Civil. Pagamento dos haveres à vista e em dinheiro, em até 90 dias do trânsito em julgado da sentença de liquidação. Data-base da apuração de haveres que corresponde à citação para ação. Correção monetária pela Tabela Prática deste E. Tribunal que deve incidir da data-base e juros de mora a partir da citação. Precedentes deste E. Tribunal e do C. STJ.

Recursos parcialmente providos."

(...) O laudo pericial que amparou a r. sentença, portanto, deve ser anulado, pois não atende ao comando do art. 1.031 do Código Civil, aplicável na espécie ante a omissão do contrato social. A apuração de haveres, conforme entendimento jurisprudencial e doutrinário sedimentado, deve corresponder a uma simulação da dissolução total da sociedade, ou seja, simular a liquidação do ativo e pagamento do passivo, para, assim, determinar quanto seria partilhado a cada sócio na proporção de sua participação social. (...) (Grifos meus)

-//-

Em se tratando, porém, de dissolução parcial, em que ele se retira sem se utilizar dessa faculdade de retirada voluntária, entendo que aqui deverá aplicar-se a regra da dissolução total

---

<sup>61</sup> (TJSP; Apelação Cível 0013758-10.2007.8.26.0161; Relator(a): Tasso Duarte de Melo; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 01/07/2014; Data de Publicação: 01/07/2014)

com referência a ele, isto é, que – como salientou o eminente Ministro Decio Miranda<sup>62</sup> – seja feita, quanto a ele, a avaliação dos bens sociais, para o efeito da retirada da sua cota com base nos valores reais, e não apenas dos valores contábeis. (Grifo meu)

-//-

Dar-se-á apuração de haveres do sócio dissidente de maneira que a aproxime do resultado que poderia ele obter com a dissolução total, isto é, de forma ampla, com plena verificação, física e contábil, dos valores do ativo, e atualizados os ditos haveres, em seu valor monetário, até a data do pagamento. (Grifo meu)<sup>63</sup>

-//-

Na sociedade constituída por sócios diversos, retirante um deles, o critério de liquidação dos haveres, segundo a doutrina e a jurisprudência, há de ser, utilizando-se o balanço de determinação, como se tratasse de dissolução total. (Grifo meu)<sup>64</sup>

-//-

Na apuração de haveres, os sócios excluídos têm direito à verificação do valore exato e real do patrimônio da empresa, sem exclusão dos elementos incorpóreos ou imateriais que constituem, em sentido estrito, o fundo de comércio e o valor da reserva social (reservas de lucro e lucros pendentes). (Grifo meu)<sup>65</sup>

-//-

"Agravos de instrumento<sup>66</sup>. Demanda de anulação de exclusão de sócio. Fase de liquidação de sentença. Apuração de haveres. Homologação de laudo pericial. Decisão

---

<sup>62</sup> REExt 89464/SP - 2ªT.:

<sup>63</sup> REExt 91.044/RS - 2ªT.:

<sup>64</sup> REsp 35.702-0/SP

<sup>65</sup> Apelação 1.802/85 -

<sup>66</sup> (TJSP; Agravo de Instrumento 2139402-43.2015.8.26.0000; Relator(a): Campos Mello; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 11/11/2015; Data de Publicação: 17/11/2015)

modificada. Método de fluxo de caixa descontado que não pode ser aplicado no caso em tela. Ausência de previsão legal ou contratual. Recurso provido, com determinação."

Em resumo, o recurso deve ser provido para que seja determinada a elaboração de novo laudo para que a liquidação seja feita por meio de balanço especial de determinação.

-//-

"DISSOLUÇÃO DE SOCIEDADE<sup>67</sup>. Fase de apuração de haveres. Decisão que homologou o laudo pericial arbitrando definitivamente os haveres do recorrido. Alegação de suspeição do perito afastada. Trabalho realizado com base na metodologia de balanço especial de determinação, refletindo a situação patrimonial da sociedade ao tempo de sua resolução, conforme preconizado pelo art. 1.013 do CC e determinado no julgamento do Agravo de Instrumento nº 2139402-43.2015.8.26.0000. Posterior diminuição da carteira de clientes da sociedade com a retirada do sócio. Irrelevância para fim da apuração dos haveres. Parecer técnico do assistente dos agravantes em desconformidade com os critérios afetos ao método do balanço especial de determinação. Precedente desta C. Câmara. Repartição de resultados positivos anualmente auferidos pela sociedade a título de remuneração dos sócios que não se confunde com a apuração de haveres advinda da dissolução parcial da sociedade. Decisão mantida. RECURSO DESPROVIDO." (Grifo meu)

-//-

Tanto é assim que, no julgamento do Resp 968.317/RS, Rel. Min. João Otávio de Noronha, Dje de 11.05.2009, a 4ª Turma decidiu que 'não configura ofensa ao art. 1.031 do CC/02 o acolhimento das conclusões do laudo pericial que, ao apurar o valor do fundo de comércio, utiliza-se de sistemática de cálculo consistente na projeção da rentabilidade futura trazida ao valor presente, de modo a aferir os efeitos provocados pela perda da parcela intangível do patrimônio (contas de clientes).

---

<sup>67</sup> (TJSP; Agravo de Instrumento 2146921-35.2016.8.26.0000; Relator(a): Alexandre Marcondes; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 13/03/2017; Data de Publicação: 14/03/2017)

## 4 A CONTROVÉRSIA ENTRE SÓCIOS NA AVALIAÇÃO DO FUNDO DE COMÉRCIO

### 4.1 Semp Toshiba

Faz-se relevante a análise de um recente e importante precedente do STJ a respeito da escolha pelo Balanço Especial de Determinação na avaliação da Sociedade da qual o sócio se retira/exclui.

No Recurso Especial 1.335.619/SP, 3ª Turma<sup>68</sup>, de relatoria conjunta da Ilustre Ministra Nancy Andrighi e do Ilustre Ministro João Otávio de Noronha, tal temática foi bastante debatida pelos Ministros em seus votos. Contou com o voto favorável do Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, restando vencido o Ilustre Ministro Ricardo Villas Boas Cueva.

Esse foi um recurso interposto por Semp Toshiba Máquinas e Serviços S/C Ltda. e Semp Toshiba Informática Ltda em face de Marcos Antônio de Lascio e Outro.

A sentença julgou parcialmente procedentes os pedidos iniciais da ação de liquidação, para condenar as recorrentes ao pagamento de R\$ 7.930.460,00, referente às cotas sociais dos recorridos, calculadas com base na utilização do método do Fluxo de Caixa Descontado, em que pese a empresa demonstrasse que o método mais eficiente ao presente caso seria por meio do Balanço Especial de Determinação.

Os pedidos da ação de consignação também foram julgados parcialmente procedentes, declarando pagos os valores depositados e determinando o seu abatimento da condenação imposta na ação de liquidação.

Em 2ª Instância, o TJ/SP manteve a aplicação do método de fluxo de caixa descontado, o que levou os recorrentes à interposição do Recurso Especial em comento, em razão de não acreditarem que no cálculo dos haveres devem ser excluídos os dividendos futuros.

O que buscavam os recorrentes era a revisão do método utilizado para que fosse levantado o balanço especial de determinação, método previsto no contrato social. Os recorrentes alegaram ser necessária a consideração de lucros futuros e que, do modo que foram

---

<sup>68</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.335.619/SP, 3ª Turma. Recorrente: Semp Toshiba Máquinas e Serviços S/C Ltda. e Semp Toshiba Informática Ltda. Recorrido: Marcos Antônio de Lascio e Outro. Relatoria conjunta: Ministra Nancy Andrighi e Ministro João Otávio de Noronha.

feitos os cálculos por meio do fluxo de caixa descontado, não houve a apuração do real valor econômico da empresa.

Aqui, passa-se a analisar o voto dos julgadores, trazendo as partes mais relevantes ao propósito do trabalho:

O voto da Relatora Ministra Nancy Andrighi:

Na dissolução parcial de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, o critério previsto no contrato social para a apuração dos haveres do sócio retirante somente prevalecerá se houver consenso entre as partes quanto ao resultado alcançado.

Na situação em que não há consenso, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça aponta para o sentido de que o balanço de determinação é o critério que melhor reflete o valor patrimonial da empresa.

O fluxo de caixa descontado pode representar a metodologia que melhor revela a situação econômica e a capacidade de geração de riqueza de uma empresa, pode ser aplicado juntamente com o balanço de determinação na apuração de haveres do sócio dissidente.

Por ser um modelo de avaliação que representa o valor patrimonial real da empresa, **o fluxo de caixa descontado é rotineiramente utilizado em operações de aquisição, fusão e incorporação de participações societárias.** (Grifo meu)

**A própria orientação desta Corte, de que a apuração de haveres se dê por balanço de determinação que, repise-se, compreende os bens intangíveis da sociedade sinaliza a possibilidade de utilização do fluxo de caixa descontado.** (Grifo meu)

Não se ignora o fato de que, ao se desligar da sociedade, o dissidente perde a condição de sócio, não mais se sujeitando aos riscos do negócio, ou seja, deixando de participar de eventuais lucros ou prejuízos apurados.

Com isso, traz-se aqui parte relevante do julgado em que a Ministra traça um paralelo entre as Sociedades:

**Se na alienação de participação societária se aceita de forma pacífica que o valor de mercado das quotas seja apurado mediante aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado, não se vislumbra motivo para que esse mesmo método não seja utilizado na apuração de haveres do sócio retirante** (Grifo meu)<sup>69</sup>

---

<sup>69</sup> Ibid. p. 09. Voto da Ministra.



Afinal não há como reembolsar de forma digna e justa o sócio dissidente sem incluir na apuração de haveres a mais valia da empresa no mercado.

Por outro lado, não se pode esquecer que o cálculo do fluxo de caixa descontado apresenta resultados futuros trazidos a valor presente, mediante aplicação de uma taxa de desconto que contempla o custo de oportunidade do capital empregado na remuneração das quotas sociais.

O voto do Relator Ministro João Otávio de Noronha:

“Há, basicamente, duas questões submetidas a julgamento da Turma: a) na dissolução parcial de sociedade limitada, deve prevalecer o critério de apuração de haveres previsto no contrato social ou é admissível a escolha de outro para determinação do valor efetivo da empresa?; e b) pode ser utilizada a metodologia do fluxo de caixa descontado para se calcular esse valor?

A Ministra Nancy Andrighi inclina-se pela aceitação de critério diverso daquele previsto no contrato social na hipótese de o sócio retirante não concordar com o resultado obtido e, com base em jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, **afirma ser o balanço de determinação o melhor critério a ser utilizado na apuração dos haveres**. Quanto à metodologia a ser usada no levantamento do balanço, entende inexistir óbice à utilização do fluxo de caixa descontado, na medida em que esse método permite estabelecer o preço de mercado da sociedade, ou seja, o valor patrimonial real da empresa. (Grifo meu)

Já o Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva diverge da relatora ao entendimento de que, no âmbito do direito societário, deve-se prestigiar o princípio do pacta sunt servanda de modo a impor a adoção do critério contratado se inexistem vícios que maculem a avença. Além disso, discorda também do uso da metodologia escolhida pela relatora por considerá-la sujeita a relevante grau de incerteza e subjetividade.”<sup>70</sup>

Assim, o Ministro acompanhou a relatora.

No caso dos autos, o contrato social previa, para a hipótese de exclusão de sócio, o levantamento de um balanço especial, ajustado a valores de mercado, para apuração de seus haveres.

Ocorre que, realizado balanço pela parte recorrente quando já excluídos os autores, ora recorridos, estes discordaram dos valores encontrados e pugnaram pela adoção de critério que

---

<sup>70</sup> Ibid. p. 02. Voto do Ministro.

consideram mais correto, exatamente o balanço de determinação, com a utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado.

Em consequência, firmou-se o entendimento de que, "na sociedade constituída por sócios diversos, retirante um deles, o critério de liquidação dos haveres, segundo a doutrina e a jurisprudência, há de ser, utilizando-se o balanço de determinação, como se tratasse de dissolução total" (REsp n. 35.702-0/SP, relator Ministro Waldemar Zveiter, DJ de 13.12.1993).

Ao discorrer sobre as diversas espécies de balanço existentes, o saudoso Celso Barbi Filho registra que "[...] o balanço de determinação é o levantado para a finalidade específica de se determinar o valor da quota reembolsável ao sócio desligado. Seu objetivo especial distingue o dos demais, pela busca da aferição mais real e individualizada possível dos valores de um ativo não-realizado, deles deduzindo-se um passivo não-solucionado. O balanço que, pela jurisprudência dos Tribunais Superiores, deve ser considerado na apuração de haveres da dissolução parcial é o de determinação"<sup>71</sup>

Abro parêntese para consignar que nem o artigo. 668 do Código de Processo Civil de 1939<sup>72</sup> nem o art. 1.031 do Código Civil de 2002 tratam dos critérios contábeis para elaboração do balanço que venha a ser utilizado na apuração do valor da empresa. Fecho parêntese.

Estabelecidas, pois, as premissas de que doutrina e jurisprudência já estão pacificadas quanto à necessidade de utilização do balanço de determinação em situações da espécie, bem como de que a lei não cuidou dos critérios contábeis para sua realização, permanece a polêmica no que diz respeito a duas outras questões: a) quais elementos devem ser considerados como ativos da sociedade para fins de avaliação?; e b) qual a metodologia a ser usada para a precificação dos haveres do sócio retirante? (...)

Quanto ao uso da metodologia do fluxo de caixa descontado, trago a lume as considerações do Professor Marcus Elidius Michelli de Almeida registradas no artigo Sociedade Limitada: causas de dissolução parcial e apuração de haveres, em que o articulista não só defende a utilização do referido método como o mais justo para definir o valor devido ao sócio retirante mas também corrobora o entendimento adotado pela eminente relatora de que tal critério pode perfeitamente se compatibilizar com o levantamento de balanço de determinação. Confira-se:

---

<sup>71</sup> BARBI FILHO, Celso. Dissolução parcial de sociedades limitadas. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004, p. 483

<sup>72</sup> BRASIL. Senado Federal. Secretaria de Editoração e Publicações. Publicação: 1939, Código de Processo Civil.

“É inegável que a empresa possui um valor de mercado deveras superior ao que consegue obter numa simples análise contábil como se dissolução total fosse. A propósito, é oportuna a manifestação de Rocco, **quando menciona que a partir do momento em que 'a organização dos vários elementos da produção atinge um certo grau de eficiência, o valor do complexo organizado é superior ao da soma dos diferentes elementos que o compõem'**. A apuração deve ser sempre da forma mais ampla possível, levando em conta o fundo de comércio, os bens corpóreos e incorpóreos, o goodwill da empresa. Justamente por tais motivos é que (firmamos que o critério de avaliação dos haveres deve ser melhor estudado, a fim de não trazer distorções, injustiças e verdadeiro enriquecimento sem causa, para um ou para outro sócio. No nosso entender, é necessário que o aplicador da lei, seja ele juiz, advogado, árbitro ou perito, volte os olhos para outros critérios de avaliação que representem o valor real e justo da sociedade, que muitas vezes pode ser apurado pelo critério de avaliação de empresa com base no fluxo de caixa descontado trazido a valor presente. É cristalino, em toda a literatura contábil e econômica, que o critério de fluxo de caixa descontado é hoje o melhor método para encontrar o valor da empresa, sendo uma tecnologia científica contábil.”<sup>73</sup>

Prossegue o ilustre professor:

“O entendimento de que o **fluxo de caixa pode ser utilizado para a apuração dos haveres** parece-nos acertado, tendo em vista que esse método aponta o valor do ativo da empresa, que é um dos elementos do balanço de determinação, e tem por finalidade apurar o valor da empresa da forma mais justa possível, conforme bem aponta Martins: Na elaboração do balanço de determinação, o perito deve buscar um valor econômico justo para a empresa avaliada; em decorrência disto **é possível a aplicação do balanço de determinação juntamente com o fluxo de caixa descontado, método amplamente utilizado em negociações de fusão e aquisições, que melhor revela a situação econômica e a capacidade de geração de riqueza de uma empresa. A tarefa mais complexa para o perito avaliador é determinar o valor do goodwill não adquirido, que será evidenciado no balanço de determinação, que pode ser apurado via fluxo de caixa descontado, que apura o valor da empresa de forma global, refletindo o valor dos intangíveis, que contribuíram para a geração de lucros e fluxos de caixa futuros.**”<sup>74</sup> (Grifos meus)

---

<sup>73</sup> ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. Direito Processual Empresarial. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2012, p. 551.

<sup>74</sup> Ibid. p. 552.

Não me parece equivocado, portanto, o acórdão recorrido, que ratificou a decisão de primeiro grau e adotou, para apuração dos haveres dos sócios retirantes, o balanço de determinação e a metodologia de fluxo de caixa descontado.

O voto do Relator Ministro Paulo de Tarso Sanseverino:

Com a vênia do Ministro Villas Bôas Cueva, acompanharei o voto da eminente Relatora com os acréscimos feitos hoje pelo Ministro João Otávio de Noronha.

Chamou-me especialmente a atenção a nota técnica do Professor Modesto Carvalhosa em que é feita uma análise minuciosa acerca da questão em debate. Embora a análise seja feita na perspectiva ainda do art. 15 do Decreto n. 3.708/19, é examinada a possibilidade de utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado, demonstrando estar em consonância não apenas com a nossa jurisprudência, mas também com os princípios da vedação do enriquecimento sem causa e da boa-fé objetiva, devidamente positivados no Código Civil de 2002.

Eventuais incertezas, conforme bem ponderado pelo Ministro Villas Bôas Cueva, podem acontecer. Entretanto, sob o crivo do contraditório e da ampla defesa, elas podem ser identificadas e superadas.

**O importante é que a metodologia do fluxo de caixa descontado é a mais justa para aferição do montante efetivo a que tem direito o sócio retirante na dissolução parcial de uma sociedade limitada.** (Grifo meu)

Por tudo isso, renovada vênia ao Ministro Villas Bôas Cueva, que fez um voto divergente bastante alentado e cuidadoso, estou acompanhando o voto da eminente Ministra Relatora. É o voto.

#### **4.2 Pin S.A.**

Em 15 de janeiro de 2020, a Participações Industriais do Nordeste S.A. (“PIN” ou “Companhia”) divulgou Fato Relevante em que informou a intenção de cancelar seu registro de Cia. aberta perante a CVM através da aquisição das ações em circulação no mercado mediante Oferta Pública de Aquisição de Ações - OPA.

Em 30 de janeiro de 2020, foi realizada Assembleia Geral Extraordinária - AGE em que houve a aprovação do procedimento, tendo sido procedido o pedido perante a CVM. Contudo, conforme Fato Relevante divulgado em 13 de abril de 2020, devido à instabilidade dos mercados financeiro e de câmbio ocasionada pela pandemia da COVID-19, a Administração solicitou o cancelamento do pedido de registro da Oferta Pública para Aquisição de Ações.

Considerando uma melhora do contexto econômico nos meses subsequentes, a Cia. retomou a avaliação para a OPA de fechamento de capital. Buscando atender ao disposto na Lei nº 6.404/76 e na ICVM 361, contratou a Fundação Getulio Vargas para realizar a avaliação<sup>75</sup> de suas ações.

Foram utilizados, no presente caso, três métodos diferentes de avaliação: o fluxo de caixa descontado, o patrimônio líquido contábil e a mensuração de valor de mercado previsto no CPC48 – Instrumentos Financeiros.<sup>76</sup>

O método da avaliação por múltiplos não foi aplicado pois a Pin S.A. não tinha ações listadas na bolsa.

A FGV, avaliando o objetivo de negócio e a representatividade dos dividendos na totalidade do fluxo de caixa da empresa, entendeu, por melhor, se utilizar do método do fluxo de caixa descontado para se chegar ao preço justo das ações.

A empresa avaliadora levou em conta alguns fatores:

- O fato da PIN ser uma holding e este formato societário implicar em maiores custos de operação.

Algumas empresas holding, como a Bradespar S/A, a Metalúrgica Gerdau S/A, e a Itaú S/A, têm, em média, deságios maiores do que 20%, quando comparamos o valor de mercado total das controladas com o valor de mercado da sua respectiva holding, todas transacionadas em bolsa.

- O fato de suas ações não serem transacionáveis em bolsa.

Isso implica na existência de um deságio de iliquidez que pode ser bem alto em alguns casos.

Diante desses dois fatores, a FGV entendeu que o método do Patrimônio Líquido por si só não refletia o valor justo das ações da PIN, pois para que justo o fosse dependeria de mensuração e ajustes em virtude de deságios de holding e de iliquidez.

---

<sup>75</sup> Laudo avaliação FGV. Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-202006178/20210302\\_Laudo%20de%20Avalia%C3%A7%C3%A3o.pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-202006178/20210302_Laudo%20de%20Avalia%C3%A7%C3%A3o.pdf)

<sup>76</sup> Comitê de Pronunciamentos Contábeis – Pronunciamento Técnico 48 – Instrumentos Financeiros

Logo, o cálculo puro e simples do Patrimônio Líquido marcado a mercado não foi a metodologia mais adequada para a avaliação da Companhia, sendo, portanto utilizado o fluxo de caixa descontado.

### 4.3 Copacabana Palace

No ano de 1998, a Sociedade Itajara Participações Ltda. e outras propuseram Ação Cautelar de Produção Antecipada de Provas contra Sea Containers Ltda.<sup>77</sup>, há época acionista majoritária, nos termos do artigo 116, L. 6404/76, da Companhia Hotéis Palace (CHP), cujo principal ativo era o Hotel Copacabana Palace.

Já no ano de 2002, a Sociedade Itajara Participações LTDA. e outras distribuíram uma ação indenizatória<sup>78</sup> para cobrar o valor que acreditavam de direito com base nos laudos colacionados na ação em referência acima.

O que aconteceu foi que, em 1994, foi proposto ao Conselho Fiscal da Cia, pelo então Vice-Presidente, um aumento de capital de R\$ 27.507.791,50 (vinte e sete milhões quinhentos e sete mil setecentos e noventa e um reais e cinquenta centavos), por meio de emissão de 2.750.779.050 (dois bilhões setecentos e cinquenta milhões setecentos e setenta e nove mil e cinquenta) ações ordinárias ao preço unitário de R\$ 0,01 (um centavo de real).

Esse valor de R\$ 0,01 (um centavo de real) por cota foi estabelecido com base no reconhecimento pela Sea Containers Ltda. do valor total da CHP em R\$ 1.500.000,00, que divididos pela quantidade de ações do capital social, gerou esse valor de cota.

No ano seguinte, foi realizada a Assembleia Geral em que a Ré promoveu o aumento de capital, por meio de empréstimos contratados com o BNDES.

Assim, levando em conta que os acionistas minoritários não integralizaram seu capital por meio da subscrição, a Ré, controladora, subscreveu as novas ações, alterando a proporção de controle entre os sócios dentro da companhia.

Assim, os Autores, sem se darem conta, passaram de uma participação de 33% na Companhia, para ínfimos 1,3%.

Na fase de avaliação do empreendimento, o Perito contador nomeado nos autos contou, primeiramente, com a ajuda de um Perito engenheiro para estimar o valor do imóvel, levando

---

<sup>77</sup> 0081024-19.1998.8.19.0001 - TJRJ

<sup>78</sup> 0036332-90.2002.8.19.0001 - TJRJ

em conta: sua área, características do edifício principal, benfeitorias, efeitos patrimoniais do Tombamento e prédios anexos.

O especialista engenheiro deixou clara a impossibilidade de avaliar a estrutura do Hotel com base no método comparativo de dados do mercado, tendo em vista a inexistência de qualquer empreendimento semelhante ao Copacabana Palace devido a sua natureza única.

Assim, se utilizou do método de custo de reprodução, que, trocando em miúdos, é a contabilização dos custos para se construir tal estrutura, somando ao cálculo as benfeitorias, conforme demonstrado abaixo:

$$V = (V_t + V_c) \cdot F_c$$

$V_t$  = Valor da cota do terreno atribuível ao imóvel

$V_c$  = Valor da construção

$F_c$  = Fator de comercialização. Valor da coisa feita, que considera a influência do mercado.

Para se calcular o  $V_c$  o Perito aplicou o valor da construção nova ( $V_{cn}$ ) e retirou a depreciação causada pelo tempo, que depende da idade do prédio e de seu estado de conservação. Assim, fez-se a seguinte fórmula:  $V_c = V_{cn} \cdot (1 - d)$

Nesse ínterim, a fim de descobrir o “ $V_{cn}$ ”, o Perito multiplicou os seguintes fatores: “ $C_{un}$ ” (Custo unitário da construção), “ $K$ ” (coeficiente de majoração, que leva em conta itens não incluídos no  $C_{un}$ ) e “ $A_c$ ” (área equivalente de construção)

No Rio de Janeiro o “ $C_{un}$ ”<sup>79</sup> é tomado da tabela do SINDUSCON RIO (Sindicato da Indústria da Construção Civil no Estado do Rio de Janeiro). Essa tabela apresenta o valor básico da construção, que deve ser acrescido de outros custos anexos, como a taxa de BDI, projetos, cópias, emolumentos, movimentos de terra, paisagismo etc.

Dessa forma, o Perito, após esses cálculos, encontrou o “ $V_{cn}$ ” no valor de R\$ 25.133.976,28.

Com isso, para se encontrar o valor da depreciação ( $d$ ) e, por fim, o “ $V_c$ ”, o especialista se utilizou o coeficiente de depreciação, pelo critério de Ross-Heideck, que atua em função da idade aparente/vida útil e do estado de conservação do prédio. Encontrou-se, portanto, o valor de “ $V_c$ ” = R\$ 13.569.218,92.

---

<sup>79</sup> Tabela Sinduscon Rio. Disponível em: <https://www.sinduscon-rio.com.br/wp/servicos/custo-unitario-basico/#:~:text=Segundo%20o%20levantamento%20realizado%20pelo,em%20R%24%202.201%2C20.>

Retomando a fórmula, ao Perito ainda cabe o cálculo do  $V_t$ :  $V = (V_t + R\$ 13.569.218,92) \cdot F_c$

A fim de descobrir tal variável, o especialista se utilizou do critério de máximo aproveitamento, em que se ensaia o melhor aproveitamento do terreno, verificando o quanto se obteria com a venda do empreendimento já deduzidas as despesas.

Importante ressaltar que o fato de o presente imóvel ter sido objeto de tombamento, não diminui o seu preço, como normalmente ocorre, pois, pelo contrário, em razão de sua história, estilo arquitetônico e carisma, promoveu certa valorização no preço. Com os cálculos,  $V_t = R\$ 19.991.326,40$

Assim:  $V = (R\$ 19.991.326,40 + R\$ 13.569.218,92) \cdot F_c$ . Portanto, ao perito só restou encontrar o  $F_c$ , que foi encontrado no valor de 1,2 usando como base um estudo muito aceito à época do Engenheiro Sérgio Antônio Abunahman. O especialista atribui aos imóveis de grande porte, com idade superior a 30 anos um  $F_c = 1,13$ , que, arredondado no presente caso, ficou 1,2.

Desta fórmula:  $V = (R\$ 19.991.326,40 + R\$ 13.569.218,92) \cdot 1,2$ , tem-se que  $V = R\$ 40.272.654,39$  em janeiro de 1995. Soma-se a esse valor o quantum do mobiliário que ficou na ordem de R\$ 2.972.738,65, chegando a um valor tangível de R\$ 43.245.393,04

O Perito contador, assim, agregou a esse valor a parte dos ativos intangíveis das CHP, que foram calculados em R\$ 22.500.000,00, gerando assim um valor total da CHP de R\$ 65.745.393,04, o que foi objeto de indenização aos autores.

Assim, o que viu no presente caso, foi uma postura abusiva por parte dos controladores, que avaliaram a Cia do modo menos conveniente aos interesses da Sociedade e surrupiaram, por consequência, grande parte da participação dos sócios minoritários, que, evidentemente, tiveram a causa julgada procedente.

#### **4.4 Galcorr**

No ano de 2018, dois dos quatro sócios do Grupo Galcorr, formado pelas empresas Galcorr Participações Ltda, FeM Corretora de Seguros Ltda., Queiroz e Basílio – Corretora de Seguros Ltda., Viana e Basílio – Corretora de Seguros Ltda. e Barros e Galvão – Corretora de Seguros Ltda., exerceram o direito de retirada das empresas, por meio da expedição de notificações extrajudiciais às Sociedades e a seus dois sócios remanescentes, tendo como base o artigo 1.029 do Código Civil que dispõe:



Além dos casos previstos na lei ou no contrato, qualquer sócio pode retirar-se da sociedade; se de prazo indeterminado, mediante notificação aos demais sócios, com antecedência mínima de sessenta dias; se de prazo determinado, provando judicialmente justa causa.

Assim escreve o Professor Arnoldo Wald<sup>80</sup>: “Enquanto o direito de retirada representa prerrogativa incondicional do sócio em se tratando de sociedade por prazo indeterminado, na sociedade por prazo determinado depende de justa causa comprovada em juízo. ”

Complementa (Wald, 2012, p. 218) dizendo que a justa causa necessária ao exercício do direito de retirada, nas sociedades por prazo determinado, não pode ser interpretada com excessivo rigor, na medida em que a manutenção dos vínculos societários, quando desfeita a *affectio societatis*, geralmente é perniciosa para a própria sociedade.

A retirada do sócio, nas sociedades de prazo indeterminado, não precisa ser motivada. Qualquer sócio pode se retirar de forma espontânea, sem que seja necessária a observância de uma causa justificativa, mediante simples notificação aos demais sócios, com antecedência mínima de 60 (sessenta) dias.

Dessa forma, com a não apresentação do balanço especial e posterior pagamento desses haveres, os sócios retirantes distribuíram a ação de apuração de haveres<sup>81</sup> e, logo, apresentaram o Laudo sobre o Valor Econômico realizado minuciosamente pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP (FIPECAFI).

Foram utilizados os seguintes documentos: (i) os Balanços Patrimoniais da Barros & Galvão e da F&M (únicas empresas operacionais do Grupo Galcorr) referentes aos exercícios de 2012 a 2017; (ii) os Balancetes de dezembro de 2017 da Barros & Galvão e da F&M; (iii) os DRE (Demonstração do Resultado do Exercício) de 2017 da Barros & Galvão e da F&M; (iv) os Balanços Patrimoniais da Galcorr Participações contemplando os exercícios de 2015 a 2017; e (v) o Resultado Consolidado do Grupo Galcorr referente aos meses de janeiro e fevereiro de 2018.

A FIPECAFI se utilizou da avaliação pelo (i) Método do Fluxo de Caixa Descontado e (ii) Método por Múltiplo de Lucro Líquido (Preço/Lucro). Pelo primeiro método (i), o valor estimado encontrado do Grupo Galcorr foi de R\$ 270.460.313,62. Já com a utilização do segundo método (ii), o valor encontrado foi de R\$ 239.870.978,30. (Grifo meu)

---

<sup>80</sup> WALD, Arnoldo. Direito Civil - Direito de Empresa 8, São Paulo, Editora Saraiva, 2012, p. 280-281. Dissolução Parcial, Retirada e Exclusão de Sócio, 4 a . Edição Atlas, p. 218/219.

<sup>81</sup> 1068850-56.2018.8.26.0100 - TJSP

Em sede de Contestação, os sócios remanescentes identificaram bem a *ratio* da discordância com os autores, que, sem suas palavras foi: a forma de cálculo do valor a eles devido pelas sociedades. (Grifo meu)

Os réus buscaram se apoiar na ideia de que, com a saída dos dois sócios, a empresa não renderia como anteriormente rendeu, em razão do “*Goodwill*” pessoal dos sócios retirantes ter sido o fator relevante de captação de clientela e de manutenção desta ao longo da história do Grupo.

No laudo apresentado pelos remanescentes, os valores encontrados foram negativos, na medida em que calculados com base no método do patrimônio líquido contábil. Assim, concluíram que não existiriam haveres a serem pagos aos sócios retirantes.

Por outro lado, os autores pretendiam, contudo, que ao balanço especial fosse acrescido, para fins de busca do valor real das sociedades, o fundo de comércio de cada uma delas.

Desta sorte, o Juízo entendeu que o método mais apropriado seria por meio do balanço especialmente levantado, ao que contestaram os requeridos, que pretendiam a limitação do critério de avaliação para considerar, basicamente, os bens corpóreos das sociedades, por meio de seu patrimônio líquido.

Ao sentenciar, o julgador demonstra a importância do fundo de comércio na avaliação quando diz em referência aos sócios remanescentes: “O que combatem é a metodologia para apuração, pretendendo a exclusão do fundo de comércio, o que, como acima discorrido, não se pode deferir.”<sup>82</sup>

Em que pese os sócios remanescentes terem recorrido da decisão que os condenou ao pagamento de, aproximadamente, 90 (noventa) milhões e a lide ter se encerrado com um acordo no Tribunal, fez-se relevante tal caso para a demonstração da discrepância valorativa que pode-se deparar numa situação de avaliação dos haveres.

#### 4.5 Dell

No ano de 2013, o fundador da Cia Dell, Michael Dell, fechou um acordo de US\$ 24,4 bilhões para transformar a Cia em uma empresa de capital fechado.<sup>83</sup>

---

<sup>82</sup> 1068850-56.2018.8.26.0100 – TJSP, op. cit. pag. 2686/3979.

<sup>83</sup> <https://tecnoblog.net/arquivo/123528/dell-capital-silver-lake-microsoft/>

Os acionistas receberam um valor de 13,65 dólares por ação, o que representou um valor com um prêmio de  $\cong 24\%$  quando comparado ao valor de US\$ 11,00 por ação antes de serem divulgadas as negociações sobre o acordo.

Quando comparado o valor de venda (US\$ 13,65) com o preço das ações antes da divulgação das negociações sobre o acordo, é bem menor do que os valores aproximados de US\$ 17,61 que eram negociados os papéis um ano antes.

“Acho que a questão chave aqui é se os acionistas aprovarão o acordo, porque praticamente não há prêmio em relação ao valor a que são negociadas as ações”, disse o analista Shaw Wu, do Sterne Agee sobre a expectativa do mercado antes da aprovação.

O papel da Dell tinha alta de 0,9% a US\$ 13,39 no dia.

## 5 CONCLUSÃO

Para concluir, retoma-se o trabalho do princípio.

A situação problema do presente trabalho consistiu, desde o princípio, na controvérsia existente entre os sócios de sociedade limitada, por advento da dissolução parcial relativamente ao valor a que deverá fazer jus o sócio retirante em desfavor ou a favor da sociedade em dissolução (parcial).

Isso porque, observava-se que haviam muitas ações judiciais de apuração de haveres que discutiam questões relevantes com algumas controvérsias que o Direito positivado não resolvia.

Grandes problemas se faziam presentes, como:

- (i) a prevalência ou não do contrato social sobre a discordância de um dos sócios do método contábil a ser utilizado quando de sua retirada;
- (ii) a escolha pelo método de cálculo a ser utilizado na apuração dos haveres;
- (iii) a obrigatoriedade da utilização do Balanço especialmente levantado, tendo em vista a positivação deste nos artigos 1.031<sup>84</sup>, do Código Civil e 606<sup>85</sup>, do Código de Processo Civil;
- (iv) quais os ativos devem fazer parte do cálculo e em que medida se consegue calculá-los, para que se tenha o valor real do fundo de comércio.

Destas controvérsias pelas quais passam as Sociedades Ltda, percebeu-se que outra espécie de Sociedade também sofria com problemas similares, ainda que bastante diferente a sua constituição da Sociedade Ltda.: a Sociedade Anônima.

Por meio da Lei 6.404/1976<sup>86</sup> esta Sociedade é regulada e, com a alteração feita pela 10.303/2001, foi introduzido o artigo 4º, parágrafo 4º que trouxe expressamente um rol exemplificativo de métodos contábeis possíveis de serem utilizados, em conjunto ou separadamente na avaliação da S.A. quando da necessidade de cancelamento do registro de companhia aberta, a fim de formular oferta pública de ações para o fechamento do capital.

A lei, portanto, trouxe tais métodos e possibilidades de avaliação com o objetivo de se alcançar o “preço justo” – termo extremamente subjetivo e que a lei minimamente delimita como um valor ‘ao menos igual ao valor de avaliação da companhia.’

Assim, entendeu-se aqui, que a controvérsia ocorria em mais de um âmbito do direito societário e que, talvez, os questionamentos pudessem ser resolvidos de maneira parecida.

---

<sup>84</sup> BRASIL, 2002, op. cit

<sup>85</sup> BRASIL, 2015, op. cit

<sup>86</sup> BRASIL, 1976, op. cit.

A partir deste corte epistemológico, foi levantada uma hipótese de resposta provisória aos referidos problemas, delimitada a partir do direito positivo, especialmente por meio dos seguintes dispositivos legais: artigo 1.031, Código Civil; artigo 606, Código de Processo Civil e artigo 4º, parágrafo 4º da Lei das Sociedades Anônimas.

Então, o trabalho se iniciou conceituando o que seria o Fundo de Comércio, os elementos que dele fazem parte e chegando à conclusão de que ele é composto pelo Estabelecimento, com todos os seus bens corpóreos e incorpóreos, juntamente com o aviamento, qualidade do estabelecimento.

Aqui, foi utilizado uma gama de entendimentos doutrinários sobre o tema, seja de especialistas jurídicos, seja de *experts* contábeis.

Posteriormente, entendeu-se por bem trazer os precedentes da dissolução parcial de Sociedade Limitada e do Fechamento de capital em S.A. no Brasil.

Conta-se a estória<sup>87</sup> da Companhia Nacional de Tecidos Juta, que contou com a participação dos Ilustres advogados Rui Barbosa e Carvalho de Mendonça, no início do século XX.

Ela é importante para ambientar a discussão sobre a importância do estudo do estabelecimento comercial, seus componentes e o Goodwill.

Nessa estória, o cerne da discussão passa pela contabilização dos bens imateriais, o que se mostra um problema já antigo e que, ainda hoje, tenta-se uniformizar entendimentos doutrinários e jurisprudenciais sobre o tema.

Com isso, houve a enumeração de alguns desses elementos imateriais que são parte relevante do valor final de uma Sociedade, seja S.A., seja Ltda. quando da apuração de seu valor real, como: Ponto comercial, Nome empresarial, Título do estabelecimento, Propriedade Industrial, Desenhos Industriais, Marcas e Indicação Geográfica.

Contou-se, ainda, com o apoio do Pronunciamento Técnico 04, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que trata dos ativos intangíveis.

Este pronunciamento estabelece bases um pouco mais objetivas dos elementos imateriais do estabelecimento empresarial, difere os ativos imobilizados dos ativos intangíveis.

Essa diferença, para fins práticos é tão relevante quanto para fins teóricos, pois pode-se calcular de maneira individualizada ou não tal bem incorpóreo, como o se faz com o exemplo do software de uma máquina que não funciona sem ele é, que, portanto, é considerado um ativo imobilizado, devendo ser calculado como um bem inteiro. Já quando o software não é parte

---

<sup>87</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Acórdão n. 218. Op. cit.

integrante do respectivo hardware e pode ser tratado de maneira autônoma, tal ativo é considerado intangível, devendo ser calculado de maneira individualizada.

Assim, passa-se ao capítulo 4º, que trata do sistema pátrio propriamente dito, trazendo casos concretos, jurisprudência e os métodos de cálculo utilizados na avaliação das Sociedades.

Assim, por escolha individual do autor, percebeu-se relevante trazer e esmiuçar três métodos contábeis considerados mais usuais em referência ao que se trata no presente trabalho, quais sejam: Fluxo de Caixa Descontado, Comparação por Múltiplos e Patrimônio Líquido Contábil.

Com todas as suas definições e entendendo um pouco dos seus meandros, fez-se relevante trazer julgados e saber em quais casos cada um desses métodos tem sido utilizado quando em uma ação de apuração de haveres.

Os casos concretos vieram logo depois para aprofundar o entendimento trazido por meio de jurisprudência.

Se elencou, aqui, o caso do Copacabana Palace, Companhia que teve suas cotas subvalorizadas e, por meio da emissão delas no mercado, pelo valor de R\$ 0,01, e posterior não exercício do direito de subscrição pelos sócios minoritários, houve-se quase que a dissolução total da posição desses últimos. Com isso, a ação cuidou de anular essa emissão e, por fim indenizar os sócios prejudicados, utilizando o Balanço Especialmente levantado como forma de se chegar ao preço justo do empreendimento.

Após, outro caso se apresentou: Apuração de haveres da Seguradora Galcorr. Nesse caso, houve o exercício do direito de retirada por dois sócios e que, por consequência, buscavam os valores dos seus haveres judicialmente, em razão de não terem conseguido em consenso com os sócios remanescentes.

Os retirantes, por meio do balanço especial de determinação entenderam devidos valores na casa dos milhões, enquanto os remanescentes entenderam, por meio da utilização do patrimônio líquido contábil que esses haveres não eram devidos.

Assim, a controvérsia terminou em acordo, porém, a discussão serviu como forma a escancarar a discrepância contábil a que se pode chegar dependendo do método que se utiliza.

No trabalho se apresentou o caso da Cia Pin S.A., que foi relevante para demonstrar, logo de princípio, a exclusão, pela avaliadora FGV, do método de comparação por múltiplos, em razão de a Cia não ter ações listadas na bolsa de valores, o que, portanto, inviabilizaria a utilização desse método.

Um outro caso que se acrescenta é o da apuração de haveres dos sócios da empresa Semp Toshiba. Caso bastante utilizado pela doutrina, foi, aqui, esmiuçado e lidos os votos dos Ministros para elucidar o que pensaram os julgadores no caso.

E, por fim, o caso da Dell, empresa multinacional que fechou capital que, há época, houve muita discussão sobre o valor da ação para a integralização do capital.

Com todos os tópicos expostos entende-se, por meio da hipótese de resposta provisória de utilização do artigo 1.031 do Código Civil, do artigo 606, do Código de Processo Civil e do artigo 4º, parágrafo 4º da Lei das S.A., que ela se confirma.

Busca-se aqui elucidar as questões que, no início, parecem obscuras:

(i) a prevalência ou não do contrato social sobre a discordância de um dos sócios do método contábil a ser utilizado quando de sua retirada:

Embora ainda haja discussão doutrinária sobre o tema, em razão de conflitar a autonomia das partes e a função social do contrato, Súmula 265 do STF já tratou do tema com os seguintes dizeres: “Na apuração de haveres não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido, excluído ou que se retirou.”

Entende-se que a discussão passa pelos métodos contábeis, porém, como referenciado aqui neste trabalho, Campinho acertou ao dizer que (2024, p. 55) embora haja discussão doutrinária sobre a prevalência do disposto no contrato social em face de outras vontades, como dispõe o caput do 1.031, CC e os arts. 604, II e 606, caput do CPC/2015, a previsão contratual somente poderá prevalecer quando a escolha dos métodos contábeis não gerar uma distorção patrimonial para alguma das partes.

(ii) a escolha pelo método de cálculo a ser utilizado para o cálculo do Fundo de Comércio:

Demonstrou-se que coexistem, na doutrina e na jurisprudência, diversas formas de se avaliar o Fundo de Comércio.

Na dissolução parcial em Ltda. entende-se pela utilização do Balanço especialmente levantando como a forma mais fiel de se encontrar o valor real. Já na S.A., permanece a dificuldade de avaliação frente aos diversos métodos trazidos pela lei.

Analisando os diversos casos trazidos e a jurisprudência, percebe-se que é possível se levantar o Balanço Especial de Determinação, sendo utilizado o método do Fluxo de Caixa Descontado. Ou seja, os bens, tanto corpóreos, quanto os incorpóreos, são avaliados projetando ganhos no futuro, descontando a valor presente em toda a sua complexidade.

A Ministra Nancy Andrichi é clara quando prolata seu voto<sup>88</sup>, conforme já exposto anteriormente, e os outros Ministros a seguem, dizendo: “a própria orientação desta Corte, de que a apuração de haveres se dê por balanço de determinação que, repise-se, compreende os bens intangíveis da sociedade sinaliza a possibilidade de utilização do fluxo de caixa descontado”.

(iii) a obrigatoriedade da utilização do Balanço especialmente levantado, tendo em vista a positivação deste nos artigos 1.031, do Código Civil e 606, do Código de Processo Civil:

Esta dúvida se faz esclarecida ao longo do trabalho. Não se prevê obrigatoria a utilização do Balanço Especial de Determinação. Pelo contrário, a prevalência é pela utilização dos métodos previstos no contrato, utilizados isolada ou conjuntamente.

No entanto, percebe-se que, em razão de discussão judicial, o entendimento jurisprudencial é consolidado em apoio à utilização da figura do Balanço Especial de Determinação.

(iv) quais os ativos devem fazer parte do cálculo e em que medida se consegue calculá-los, para que se tenha o valor real do fundo de comércio:

Primeiramente, faz-se relevante perceber o caráter singular do Aviamento no cálculo do fundo de comércio.

Empreendimentos que não contenham um Goodwill relevante poderão enfrentar dificuldade apenas com a contabilização dos bens imateriais. Porém, não com o Aviamento.

Esta “qualidade” é de profunda relevância para Fundos de Comércio que produzem e desenvolvem tecnologia, por exemplo, pois, daí, nascem patentes, registros e a Marca ganha com uma “mais-valia”, que deve ter o seu valor calculado.

Dessa forma, tanto na Sociedade Ltda., quanto na S.A., deve ser avaliada “essa reputação que tem sabido granjear”, nos dizeres dos julgadores do caso já trazido, de Conde Álvares Penteado.

Além dele, os bens imateriais elencados anteriormente devem obrigatoriamente, ser calculados. Isso deve ser feito por perícia especializada.

Tem-se claro, aqui, que não é de tamanha dificuldade calcular bens materiais, na maioria das vezes já inventariados.

Porém, no caso Copacabana Palace, por exemplo, houve tamanha dificuldade de se calcular os bens, pois, até mesmo o bem material do empreendimento contava com um sobre

---

<sup>88</sup> Op. cit. p, 09.



valor em função da importância do empreendimento para a cidade do Rio de Janeiro. Isso também entra no cálculo e foi o que chamamos de Aviamento.

É imperioso ressaltar há, nesse trabalho o paralelo entre a Ltda. e a S.A. e que, portanto, a saída de sócio da Sociedade Ltda., ontologicamente, não difere da alienação de sua participação. Vale dizer que, no fechamento de capital, tal lógica é parecida e é o ponto determinante do trabalho para que essa analogia tenha sentido.

Na oferta pública de ações com fins de fechamento de capital. Os sócios integralizam o capital e “compram” a participação societária dos minoritários. Portanto, tem-se em mesma lógica as duas espécies de Sociedade.

Assim, enquanto se busca o “preço justo” em uma, tem-se o Balanço Especial de Determinação em outra.

Traz-se aqui parte do voto da Ministra Nancy Andrighi, no REsp nº 1.335.619/SP, 3ª Turma, já citado anteriormente:

**Se na alienação de participação societária se aceita de forma pacífica que o valor de mercado das quotas seja apurado mediante aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado, não se vislumbra motivo para que esse mesmo método não seja utilizado na apuração de haveres do sócio retirante (Grifo meu)<sup>89</sup>**

Portanto, entende-se que, por motivo de alienação de quota-parte na Sociedade, pode ser feita a analogia a que esse trabalho se propôs.

Sendo o fluxo de caixa descontado um método bastante aceito, conforme já exposto, para o levantamento do Balanço Especial de Determinação, o que se conclui como esse trabalho é que a hipótese de resposta provisória é apta a deixar de ser apenas uma hipótese provisória para virar uma resposta.

Na medida em que este trabalho se propôs, desde o início, a confirmar a utilização dos três artigos em conjunto, quais sejam: artigo 1.031 do Código Civil, do artigo 606, do Código de Processo Civil e do artigo 4º, parágrafo 4º da Lei das S.A., mostra-se que é possível se avaliar o Fundo de Comércio, tanto em S.A., quanto em Ltda., por meio do Balanço Especialmente levantado, buscando o “preço justo” e levando em consideração o piso valorativo que estabelece a LSA: “ao menos igual ao valor de avaliação da companhia”.

---

<sup>89</sup> Op. cit. p, 09.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. **Direito Processual Empresarial**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2012.

ARTHUR D LITTLE, Coopers & Lybrand, Deloitte & Toche Corporate Finance. **Sumário sobre as Conclusões da Avaliação Econômico-Financeira do Sistema TELEBRÁS**. SRV Editora LTDA, 2024. *E-book*. ISBN 9788553620197. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553620197/>. Acesso em: 14 jun. 2024.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Editora Atlas. 2020

BARBI FILHO, Celso. **Dissolução parcial de sociedades limitadas**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BRASIL. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Parecer técnico. Rio de Janeiro: Centro de Pesquisas e Dados, 10 jun. 1997. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as **Sociedades por Ações**. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm).

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil** de 1988. Brasília, DF: Presidência da República, [2016]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/Constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm). Acesso em: 1 jan. 2017.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o **Código Civil**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, 11 jan. 2002.

BRASIL. Lei nº 556 de 25 de junho de 1850. Institui o **Código Comercial**. D. Pedro II, Imperador. Publicação 31 de Dezembro de 1850

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o **mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1976.

BRASIL. Lei Nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Criava o **Programa Nacional de Desestatização** e dava outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1990. Revogada.

BRASIL. Lei Nº 8.245, de 18 de outubro de 1991. Dispõe sobre as **locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes**. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1991.

BRASIL. Lei nº 9.279 de 14 de maio de 1996. Regula **direitos e obrigações relativos à propriedade industrial**. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1996.

BRASIL. Lei Nº 9.491, de 9 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao **Programa Nacional de Desestatização**, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1997.

BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**, que dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2001

BRASIL. Senado Federal. Secretaria de Editoração e Publicações. Publicação: 2015, 255 p. **Código de Processo Civil**. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/507525>

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 271930**. Recorrente: Macprado Produtos Oftalmicos Ltda e Outro. Recorrido: Alberto Ferreira Machado. Relator: Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira. Brasília, DF, 19 de abril de 2001. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?num\\_registro=200000807311](https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?num_registro=200000807311)

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 271930**. Recorrente: Macprado Produtos Oftalmicos Ltda e Outro. Recorrido: Alberto Ferreira Machado. Relator Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 43.395**. Recorrente: Nelson de Matos e Outros. Recorrido: Ilidio de Matos. Relator: Ministro Ari Pargendler. Brasília, DF, 28 de Junho de 1999. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=199400025041&dt\\_publicacao=28/06/1999](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=199400025041&dt_publicacao=28/06/1999)

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 77.122**. Recorrente: Malucelli e Filhos Ltda e Marcos Antônio Malucelli – Espólio e Outros. Recorrido: Solis Malucelli Ferreira e Outros. Relator: Ministro Ruy Rosado de Aguiar. Brasília, DF, 08 de Abril de 1996. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=199500538466&dt\\_publicacao=08/04/1996](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=199500538466&dt_publicacao=08/04/1996)

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Acórdão n. 218**. Recorrente: Companhia Nacional de Tecidos Juta. Recorrido: Companhia Paulista de Aniação. Dezembro de 1984. Disponível em: [file:///C:/Users/Gabriel%20Almeida/Downloads/chy\\_stf\\_tecidos\\_de\\_juta%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Gabriel%20Almeida/Downloads/chy_stf_tecidos_de_juta%20(2).pdf)

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário n. 89464**. Recorrente: Giuliano Caterini. Recorrido: Confeitaria Piatto D'oro – Indústrias e Comércio Ltda.: Ministro. CORDEIRO GUERRA. Brasília, DF, 12 de dezembro de 1978. Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur119562/false>

BULGARELLI, Waldirio. **Cooperativa – empresa sócia de sociedade irregular – direito irrestrito de retirada, sobretudo porque compelida por abuso de poder dos administradores – apuração de haveres ampla e integral e efetiva compensação com débitos da retirante** in Revista dos Tribunais, nº 629 (março), São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.

CAMPINHO, Sergio. **Curso de direito comercial: Direito de empresa**. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2024. E-book. ISBN 9788553622733. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553622733/>. Acesso em: 23 jun. 2024.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1999, v. 2.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 229/1995**, de 16 de janeiro de 1995. Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o artigo 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e revoga a Instrução CVM nº 185, de 27 de fevereiro de 1992. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst229consolid.pdfnormativas/instrucao-normativa-no-01\\_2020-2013-proppi\\_-\\_dispoe-sobre-as-acoes-de-pesquisa-pos-graduacao-e-inovacao.pdf/view](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst229consolid.pdfnormativas/instrucao-normativa-no-01_2020-2013-proppi_-_dispoe-sobre-as-acoes-de-pesquisa-pos-graduacao-e-inovacao.pdf/view). Acesso em: 20 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa nº 361/2002**, de 05 de março de 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e Gerenciado o Valor das Empresas** 3 ed. São Paulo, Makron Books. 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2006: ferramenta e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo.  
Fernandes, Edison. *Direito e contabilidade: fundamentos do direito contábil*, 1ª edição. Disponível em: Minha Biblioteca, Editora Trevisan, 2015.

FONSECA, P. C, **Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio**, 4a. Edição Atlas, p. 228

INSTITUTO NACIONAL DA PROPRIEDADE INDUSTRIAL. **Instrução Normativa nº 25/2013**, de 21 de agosto de 2013. Estabelece as condições para o Registro das Indicações Geográficas. Disponível em: <https://www.gov.br/inpi/pt-br/backup/centrais-de-conteudo/legislacao/IN0252013.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

MARTINEZ, A. L. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para a avaliação dos negócios**. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23º, Anais. Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

MENDONÇA, Carvalho de. Tratado. Rio de Janeiro: TYP do **Jornal do Commercio**, de **Rodrigues e C**, 1919.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e direito societário**. v.1. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2023.

ORNELAS, Martinho Maurício Gomes de. **Avaliação de sociedades: apuração de haveres em processos judiciais**. São Paulo: Atlas, 2001.

PAIVA, W. P. de. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 5º, Anais. São Paulo: FEA/UP, 2001.

RIBAS, Roberta de Oliveira e Corvo. **Tratado de Direito Comercial**, Coord. Fábio Ulhôa Coelho, Saraiva, 2015.

SÁ, Antônio Lopes de. **Perícia Contábil**. [Digite o Local da Editora]: Grupo GEN, 2019. E-book. ISBN 9788597022124. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597022124/>. Acesso em: 29 jun. 2024.

SACRAMONE, Marcelo B. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. São Paulo: Editora Saraiva, 2023. (p. 319) E-book. ISBN 9786553627727. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553627727/>. Acesso em: 13 abr. 2024.

SACRAMONE, Marcelo B. **Manual de direito empresarial**. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2024

SANTIAGO FILHO, Jair Luiz e FAMÁ, Rubens. **Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA**. 2001, Anais.. São Paulo: USP/FEA/PPGA, 2001.. Acesso em: 30 maio. 2024.

São Paulo. Tribunal de Justiça. **Agravo de Instrumento Cível n. 2009601-69.2018.8.26.0000** Agravante: Mastercont Serviços Empresariais Ltda. - Me. Agravado: Roberto Roque dos Santos. Relator: Des. Alexandre Marcondes. São Paulo, SP, 26 de junho de 2018.

São Paulo. Tribunal de Justiça. **Agravo de Instrumento Cível n. 2139402-43.2015.8.26.0000** Agravante: Mastercont Serviços Empresariais Ltda. - Me. Agravado: Roberto Roque dos Santos. Relator: Des. CAMPOS MELLO. São Paulo, SP, 11 de novembro de 2015. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cposg/show.do?processo.codigo=RI002V4720000>

São Paulo. Tribunal de Justiça. **Apelação Cível n. 0013677-62.2005.8.26.0248**, Apelante: Sistercam Ferramentaria Ltda. Apelado: Augusto Cesar de Almeida. Relator: Des. Francisco Loureiro. São Paulo, SP, 18 de maio de 2016.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v.1. São Paulo: SRV Editora LTDA, 2023. E-book. ISBN 9786553627383. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553627383/>. Acesso em: 14 jun. 2024.

WALD, Arnoldo. **Comentários ao Novo Código Civil**, Forense, 2005, vol. XIV.

WALD, Arnoldo. **Direito Civil - Direito de Empresa**, São Paulo, Editora Saraiva, 2012.

Webster, Noah, E. T Roe, and Charles Leonard-Stuart. **Webster's new illustrated dictionary, with U.S. census and maps, based upon the unabridged dictionary of Noah Webster**, LL. D. New York, Syndicate Publishing Company, 1911. Pdf. <https://www.loc.gov/item/11027114/>